

NOTE D'INFORMATION ETABLIE PAR LA SOCIETE



EN REPOSE

A L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIETE SQLI

INITIEE PAR

SYNSION BIDCO

présentée par



En application des dispositions de l'article L. 621-8 du code monétaire et financier et de l'article 231-26 du de son règlement général, l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») a apposé le visa n° 21-534 en date du 21 décembre 2021 sur la présente note d'information en réponse (la « **Note en Réponse** »). Cette Note en Réponse a été établie par la société SQLI. 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, 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 de la société Finexsi, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans la présente Note en Réponse.

Conformément aux dispositions de l'article L. 433-4 II du Code monétaire et financier et des articles 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF (« **RGAMF** »), dans le cas où le nombre d'actions SQLI non présentées par les actionnaires minoritaires ne représenteraient pas plus de 10% du capital et des droits de vote de SQLI, Synsion BidCo a l'intention de demander à l'AMF la mise en œuvre, en application des articles 232-4 et 237-1 et suivants du RGAMF, dans un délai de dix (10) jours de négociation à compter de la publication du résultat de l'Offre ou, le cas échéant, dans un délai de trois (3) mois à l'issue de la clôture de l'Offre Réouverte (tel que ce terme est défini ci-après), d'une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les actions SQLI non présentées à l'Offre, moyennant une indemnisation unitaire égale au prix de l'Offre par action SQLI.

La présente Note en Réponse est disponible sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de SQLI (www.sqli.com) et peut être obtenu sans frais sur simple demande auprès de SQLI. Elle peut être obtenue sans frais auprès de SQLI, dont le siège social est situé 166, rue Jules Guesde – 92300 Levallois-Perret.

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

Un communiqué sera diffusé, au plus tard la veille de l'ouverture de l'offre, pour informer le public des modalités de mise à disposition du présent document.

SOMMAIRE

1. PRESENTATION DE L'OFFRE	5
2. MOTIFS ET CONTEXTE DE L'OFFRE	7
2.1. MOTIFS DE L'OFFRE	7
2.2. CONTEXTE DE L'OFFRE	7
3. RETRAIT OBLIGATOIRE – RADIATION DE LA COTE	9
4. ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE	9
4.1. MECANISME DE LIQUIDITE	9
4.2. LES ENGAGEMENTS D'APPORT DE CERTAINS ACTIONNAIRES DE LA SOCIETE	11
5. CARACTERISTIQUE DE L'OFFRE	11
5.1. PRINCIPAUX TERMES DE L'OFFRE	11
5.2. AJUSTEMENT DES TERMES DE L'OFFRE	12
5.3. NOMBRE D' ACTIONS SUSCEPTIBLES D'ETRE APORTEES A L'OFFRE	12
5.4. SITUATION DES BENEFICIAIRES D' ACTIONS GRATUITES, OPTIONS D' ACHAT, ACTIONS INDISPONIBLES EN PEG ET MECANISME DE LIQUIDITE	13
5.4.1. Situation des bénéficiaires d'Actions Gratuites.....	13
5.4.2. Situation des titulaires d'Options d'Achat.....	13
5.4.3. Actions en PEG Non Disponibles.....	14
5.5. CONDITIONS AUXQUELLES L'OFFRE EST SOUMISE	14
5.5.1. Condition de l'Offre : seuil de caducité.....	14
5.5.2. Condition de l'Offre : seuil de renonciation	15
5.6. PROCEDURE DE L'OFFRE	15
5.6.1. Procédure d'apport à l'Offre.....	15
5.6.2. Publication des résultats de l'Offre et règlement-livraison.....	16
5.6.3. Intervention de l'Initiateur sur le marché des actions de la Société pendant la période d'Offre ..	16
5.6.4. Calendrier indicatif de l'Offre	16
5.6.5. Possibilité de renonciation à l'Offre	17
5.6.6. Réouverture de l'Offre.....	18
5.6.7. Restrictions concernant l'Offre à l'étranger	18
6. AVIS DU COMITE SOCIAL ET ECONOMIQUE DE SQLI	19
7. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE SQLI	20
7.1. COMPOSITION DU CONSEIL D'ADMINISTRATION	20
7.2. RAPPEL DES DECISIONS PREALABLES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION	20
7.3. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION	21
8. INTENTIONS DE LA SOCIETE CONCERNANT LES ACTIONS-AUTO-DETENUES	28
9. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEILS D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE ..	28
10. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	28

11. ELEMENTS CONCERNANT SQLI SUSCEPTIBLES D’AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D’OFFRE PUBLIQUE	29
11.1.STRUCTURE ET REPARTITION DU CAPITAL DE LA SOCIETE.....	29
11.2.DISPOSITIONS DES STATUTS LIMITANT L’EXERCICE DES DROITS DE VOTE ET LES TRANSFERTS D’ACTIONS	30
11.3.PARTICIPATIONS DIRECTES OU INDIRECTES DANS LE CAPITAL DE LA SOCIETE DONT ELLE A CONNAISSANCE EN VERTU DES ARTICLES L.233-7 ET L.233-12 DU CODE DE COMMERCE	30
11.4.LISTE DES DETENTEURS DE TOUS TITRES CONFERANT DES DROITS DE CONTROLES SPECIAUX ET DESCRIPTION DESDITS DROITS DE CONTROLE	31
11.5.MECANISME DE CONTROLE PREVU DANS UN EVENTUEL SYSTEME D’ACTIONNARIAT DU PERSONNEL QUAND LES DROITS DE CONTROLE NE SONT PAS EXERCES PAR CE DERNIER	31
11.6.ACCORDS ENTRE LES ACTIONNAIRES DONT LA SOCIETE A CONNAISSANCE ET POUVANT ENTRAINER DES RESTRICTIONS RELATIVES AUX TRANSFERTS D’ACTIONS ET A L’EXERCICE DES DROITS DE VOTE	31
11.7.REGLES APPLICABLES A LA NOMINATION ET LE REMPLACEMENT DES MEMBRES DU CONSEIL D’ADMINISTRATION AINSI QUE LA MODIFICATION DES STATUTS DE SQLI	31
11.7.1. Nomination et remplacement des membres du conseil d’administration	31
11.7.2. Modification des statuts.....	32
11.8.POUVOIRS DU CONSEIL D’ADMINISTRATION, NOTAMMENT CONCERNANT L’EMISSION ET LE RACHAT D’ACTIONS.....	32
11.9.ACCORDS QUI SERONT MODIFIES OU RESILIES EN CAS DE CHANGEMENT DE CONTROLE DE SQLI, SAUF SI CETTE DIVULGATION, A L’EXCEPTION DES OBLIGATIONS LEGALES RELATIVES A LA DIVULGATION, DOIT PORTER ATTEINTE DE MANIERE SUBSTANTIELLE AUX INTERETS DE LA SOCIETE	35
11.10. ACCORDS AU REGARD DE LA REMUNERATION DES MEMBRES DU CONSEIL D’ADMINISTRATION ET DES EMPLOYES DANS L’EVENTUALITE DE LEUR DEMISSION OU LICENCIEMENT SANS RAISONS MATERIELLES OU DE CESSATION DE LEUR EMPLOI A LA SUITE DE L’OFFRE	35
11.11. MESURES SUSCEPTIBLES DE FAIRE ECHOUER L’OFFRE QUE LA SOCIETE A MISES EN ŒUVRE OU DECIDE DE METTRE EN ŒUVRE.....	35
12. MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE.....	35
13. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REponse	36
ANNEXE 1 – RAPPORT DE L’EXPERT INDEPENDANT	37
ANNEXE 2 – ADDENDUM AU RAPPORT DE L’EXPERT INDEPENDANT.....	125

1. PRESENTATION DE L'OFFRE

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 232-1 et suivants du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (le « **RGAMF** »), Synsion BidCo, une société par actions simplifiée dont le siège social est situé 95 rue La Boétie – 75008 Paris, dont le numéro d'identification est 903 881 373 (« **Synsion BidCo** » ou l'« **Initiateur** »), propose de manière irrévocable aux actionnaires de la société SQLI, société anonyme dont le siège social est situé 166, rue Jules Guesde, 92300 Levallois-Perret, dont le numéro d'identification est 353 861 909 R.C.S. Nanterre (« **SQLI** » ou la « **Société** »), dont les actions sont admises aux négociations sur le compartiment C du marché réglementé d'Euronext à Paris (« **Euronext Paris** ») sous le code ISIN FR0011289040, mnémonique « **SQI** », d'acquérir la totalité des actions de SQLI dans le cadre d'une offre publique d'achat dont les conditions et modalités sont décrites dans la note d'information préparé par l'Initiateur (la « **Note d'Information** ») et dans la Note en Réponse (l'« **Offre** ») ci-après, au prix de trente-et-un euros (31 €) par action SQLI (le « **Prix d'Offre** »).

Selon la Note d'Information, l'Initiateur¹ est une société contrôlée par un fonds d'investissement géré par des entités elles-mêmes contrôlées par DBAY Advisors Ltd (« **DBAY Advisors** ») et détient, à la date de la Note en Réponse et à la connaissance de la Société, 1.379.579 actions de SQLI représentant autant de droits de vote, soit une participation de 29,90% du capital et 28,05% des droits de vote théoriques de la Société². Il est précisé que l'Initiateur a acquis, le 7 décembre 2021, 60.575 actions SQLI au Prix d'Offre conformément aux dispositions de l'article 231-38 IV du RGAMF.

L'Offre porte sur la totalité des actions SQLI existantes non détenues, directement ou indirectement, seul ou de concert, par l'Initiateur, soit les actions SQLI qui sont d'ores et déjà émises, à l'exclusion :

- (i) des 1.379.579 actions détenues par l'Initiateur, étant précisé que l'Initiateur a acquis, le 7 décembre 2021, 60.575 actions SQLI au Prix d'Offre, conformément aux dispositions de l'article 231-38 IV du RGAMF ;
- (ii) de 23.362 actions SQLI auto-détenues par la Société³, correspondant aux 47.454 actions SQLI auto-détenues par la Société que la Société s'est engagée à ne pas apporter à l'Offre, sous déduction des actions SQLI auto-détenues susceptibles d'être transférées aux bénéficiaires des options d'achat attribuées le 22 février 2017 et le 18 octobre 2017 n'ayant pas encore été exercées à la date de la Note en Réponse (les « **Options d'Achat** ») soit, à la connaissance de l'Initiateur, un maximum de 24.092 actions auto-détenues SQLI, étant toutefois précisé que les Options d'Achat étant en dehors de la monnaie (leur prix d'exercice étant supérieur au prix de l'Offre) elles ne sont pas susceptibles d'être apportées à l'Offre ; et
- (iii) des 5.152 actions détenues par les salariés du groupe de la Société directement au sein du plan d'épargne groupe (« **PEG** ») et dont le délai d'indisponibilité minimum de cinq ans prévu par

¹ L'intégralité du capital social et des droits de vote de l'Initiateur est détenu par Synsion MidCo, société par actions simplifiée de droit français nouvellement constituée.

² Sur la base d'un nombre total de 4.613.975 actions et de 4.917.977 droits de vote théoriques de la Société (information communiquée par la Société au 7 décembre 2021). Conformément à l'article 223-11 du RGAMF, le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de toutes les actions auxquelles sont rattachés des droits de vote, en ce compris les actions dépourvues de droit de vote.

³ Etant précisé qu'il sera procédé à l'attribution définitive des Actions Gratuites par attribution d'actions ordinaires existantes, lesquelles seront donc notamment prélevées sur les actions auto-détenues par la Société.

l'article L. 3332-25 du Code du travail et n'expirera pas avant la date de clôture de l'Offre (les « **Actions en PEG Non Disponibles** ») ;

soit, à la date de la Note en Réponse et à la connaissance de la Société, un nombre total maximum de 3.205.882 actions de la Société.

Il est précisé que le Président Directeur Général de la Société, agissant sur délégations du Conseil d'administration de la Société des 29 janvier et 5 mars 2021 au titre de l'autorisation de l'assemblée générale de la Société du 25 juin 2020, a procédé à l'attribution gratuite de 25.000 actions SQLI (les « **Actions Gratuites** ») par décisions du 8 mars 2021, 26 mai 2021 et 23 août 2021. Sous réserve des cas exceptionnels de levée des indisponibilités prévues par les dispositions légales ou réglementaires applicables (décès ou invalidité du bénéficiaire), ces 25.000 Actions Gratuites seront encore en période d'acquisition à la date de clôture de l'Offre (ou, le cas échéant, la clôture de l'Offre Réouverte (tel que ce terme est défini en section 5.6.6 de la présente Note en Réponse)), et ne pourront donc pas être apportées à l'Offre.

Dans l'hypothèse où de nouvelles attributions gratuites d'actions seraient réalisées préalablement à la clôture de l'Offre dans les conditions prévues dans les statuts de Société et le règlement intérieur du Conseil d'administration ainsi que dans le *tender offer agreement*, ces actions gratuites seraient également encore en période d'acquisition à la date de clôture de l'Offre (ou, le cas échéant, la clôture de l'Offre Réouverte), et ne pourront donc pas être apportées à l'Offre.

Ainsi, l'Initiateur propose aux détenteurs d'Actions Gratuites, aux détenteurs d'Options d'Achat qui sont en dehors de la monnaie et ne sont donc pas susceptibles d'être apportées à l'Offre et aux détenteurs d'Actions en PEG Non Disponibles, un mécanisme de liquidité selon les termes décrits à la section 4.1 de la Note en Réponse.

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.

Il est, par ailleurs, indiqué dans la Note d'Information, que dans le cas où le nombre d'actions de la Société non présentées à l'Offre par les actionnaires minoritaires de la Société ne représenterait 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, l'Initiateur a l'intention de solliciter la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire en application des articles 232-4 et 237-1 et suivants du RGAMF (le « **Retrait Obligatoire** »).

L'Offre revêt un caractère volontaire et sera réalisée selon la procédure normale, conformément aux dispositions des articles 232-1 et suivants du règlement général de l'AMF. Elle sera ouverte pour une durée de 25 jours de négociation, sans préjudice de l'éventuelle réouverture de l'Offre par l'AMF conformément à l'article 232-4 du RGAMF.

L'Offre est soumise au seuil de caducité légal prévu aux articles L. 433-1-2 du Code monétaire et financier et 231-9 I du RGAMF, tel que décrit en section 5.5.1 ci-après. L'Offre inclut également un seuil de renonciation, conformément à l'article 231-9 II du RGAMF, tel que précisé à la section 5.5.2 de la Note en Réponse.

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, l'Offre est présentée par Mediobanca Banca di Credito Finanziario S.p.A (l'« **Etablissement Présentateur** »).

Le calendrier indicatif de l'Offre est présenté à la section 5.6.4 de la Note en Réponse.

2. MOTIFS ET CONTEXTE DE L'OFFRE

2.1. MOTIFS DE L'OFFRE

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

La Société a été introduite en bourse sur le marché réglementé Euronext Paris en 2000 et a depuis poursuivi sa croissance avec l'acquisition de nombreuses sociétés, notamment à l'international, pour devenir un groupe d'une dimension significative. La Société a réalisé au cours de l'exercice clos le 31 décembre 2020 un chiffre d'affaires consolidé de 213,7 millions d'euros.

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

DBAY Advisors a acquis en 2019 à travers la société Surible TopCo Limited, contrôlée par un fonds d'investissement géré par des entités elles-mêmes contrôlées par DBAY Advisors, une participation substantielle dans le capital de la Société. DBAY Advisors est devenu ainsi actionnaire de référence de la Société, convaincu du business model de la Société, de son positionnement sur un segment à forte croissance et de son portefeuille de clients de premier ordre.

Depuis son entrée au capital, DBAY Advisors a su parfaire sa compréhension de la Société et partage l'ambition de l'équipe dirigeante visant à faire de la Société le leader européen indépendant de l'expérience digitale et du eCommerce, reconnu par les grandes marques internationales.

Par le biais de l'Initiateur, DBAY Advisors souhaite désormais consolider sa position d'actionnaire de référence et ainsi faire bénéficier la Société du soutien et de la stabilité d'un actionnaire de contrôle.

Si les résultats de l'Offre le permettent, l'Initiateur envisage de mettre en œuvre un retrait obligatoire, afin d'alléger la Société des contraintes liées à la cotation.

2.2. CONTEXTE DE L'OFFRE

DBAY Advisors a fait part de son intérêt à la Société pour un rapprochement lequel a été formalisé par une lettre d'offre indicative en date du 23 avril 2021 complétée par un second courrier en date du 7 mai 2021 décrivant les termes et conditions d'un projet d'acquisition de la totalité des actions de la Société, sur une base pleinement diluée, que les fonds gérés par DBAY Advisors ne détiennent pas encore.

A la suite de la signature de cette lettre, DBAY Advisors a eu accès, à la fin du mois de mai 2021, à un nombre limité d'informations sur la Société dans le cadre d'une procédure dite de *data-room* conformément aux recommandations de l'AMF. La Société considère que cette *data-room* ne contenait aucune information privilégiée concernant la Société qui n'aurait pas été rendue publique à la date des présentes.

A l'issue de ces travaux de *due diligence*, DBAY Advisors a transmis à la Société, le 17 septembre 2021, une lettre d'offre confirmatoire engageante présentant sa volonté de déposer le projet d'Offre auprès de l'AMF

par l'intermédiaire d'un véhicule d'acquisition dédié accompagnée d'un projet de *Tender Offer Agreement* (tel que ce terme est défini ci-dessous).

Le 21 septembre 2021, le conseil d'administration de la Société a émis un avis préliminaire favorable sur l'intérêt de l'Offre dans l'attente des conclusions et recommandations de l'expert indépendant et du Comité Economique et Social de la Société, et a autorisé la signature d'un accord relatif à l'Offre conclu entre DBAY Advisors et la Société⁴ (le « **Tender Offer Agreement** »), soumis au droit français, prévoyant notamment :

- (a) une description des principaux termes et conditions de l'Offre et les conditions dans lesquelles l'Initiateur procéderait à l'Offre ;
- (b) certains engagements de la Société en matière de gestion dans le cours normal des affaires, et concernant les autorisations et notifications de changement de contrôle à obtenir et effectuer en application des contrats existants ;
- (c) un engagement de coopérer de bonne foi dans le cadre du dépôt et de la mise en œuvre de l'Offre et l'interdiction pour la Société de solliciter, initier ou encourager des offres concurrentes à l'Offre ;
- (d) des engagements de coopération visant notamment à faciliter la finalisation de la mise en place du financement de l'Offre et la mise en place d'un refinancement du groupe rendu nécessaire à raison du changement de contrôle ;
- (e) des engagements relatifs à l'évolution de la composition du Conseil d'administration de la Société en cas de succès de l'Offre ; et
- (f) un engagement d'offrir un mécanisme de liquidité aux bénéficiaires des Actions Gratuites et Options d'Achat.

Le Tender Offer Agreement ne prévoit pas d'indemnités de rupture à la charge de l'une ou l'autre des parties.

Par ailleurs, lors de cette même séance, le Conseil d'Administration a constitué un comité ad hoc, composé de Mesdames Véronique Reille Sault, Ariel Steinmann et la société Brand & Retail représentée par Madame Nathalie Mesny, administratrices indépendantes, chargé (i) de proposer la nomination de l'expert indépendant, (ii) d'assurer le suivi des travaux de cet expert et (iii) de préparer les termes de l'avis motivé du Conseil d'Administration sur l'Offre en vue d'émettre une recommandation à l'intention de ce dernier.

Le projet d'Offre et la conclusion du Tender Offer Agreement ont fait l'objet d'un communiqué de presse de la Société en date du 23 septembre 2021, décrivant les principales caractéristiques de l'Offre envisagée.

Lors de sa séance du 1^{er} octobre 2021, le Conseil d'administration de la Société a décidé, sur recommandation du comité ad hoc, de nommer le cabinet Finexsi, représenté par Monsieur Olivier Péronnet et Madame Adeline Burnand, en qualité d'expert indépendant dans le cadre des dispositions de l'article 261-1 I 4^o du RGAMF, avec pour mission de préparer un rapport sur les conditions financières de l'Offre en application des articles 261-1 et suivants du RGAMF.

⁴ tel que modifié par la voie d'un avenant en date du 16 novembre 2021 afin, notamment, de tenir compte de l'augmentation du prix de l'Offre à 31 euros et de la prorogation du délai de dépôt de l'Offre.

La Société a engagé la procédure d'information et de consultation de l'instance représentative du personnel le 24 septembre 2021. Le Comité social et économique de la Société a émis un avis favorable sur le projet d'opération le 21 octobre 2021.

Le 9 novembre 2021, le conseil d'administration de la Société a considéré, connaissance prise du rapport de l'Expert Indépendant et de l'avis favorable du Comité social et économique de la Société, que l'Offre est dans l'intérêt de la Société, des actionnaires et des salariés. En conséquence, le conseil d'administration de la Société a émis un avis favorable sur l'Offre et a recommandé aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'Offre.

Le 23 novembre 2021, Mediobanca Banca di Credito Finanziario S.p.A a déposé, pour le compte de l'Initiateur, le Projet de Note d'Information auprès de l'AMF, conformément à l'article 231-13 du règlement général de l'AMF. Le même jour, la Société a déposé le projet de Note en Réponse à l'Offre conformément à l'article 231-16 du RGAMF.

Le 6 décembre 2021, l'AMF et la Société ont reçu un courrier établi par un actionnaire minoritaire faisant état de remarques notamment sur la valorisation de la Société et le Prix de l'Offre. Des réponses à ces remarques sont intégrées dans l'addendum au rapport de l'Expert Indépendant transmis à la Société le 13 décembre 2021 et présenté en annexe 2.

3. RETRAIT OBLIGATOIRE – RADIATION DE LA COTE

Dans l'hypothèse où les conditions légales seraient réunies, l'Initiateur a l'intention de mettre en œuvre un retrait obligatoire à l'issue de l'Offre dans les conditions requises par la réglementation applicable.

Ainsi, dans le cas où le nombre d'actions de la Société non présentées à l'Offre par les actionnaires minoritaires de la Société ne représenterait 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, l'Initiateur a l'intention de demander à l'AMF la mise en œuvre, en application des articles 232-4 et 237-1 et suivants du RGAMF, dans un délai de dix (10) jours de négociation à compter de la publication du résultat de l'Offre ou, le cas échéant, dans un délai de trois (3) mois à l'issue de la clôture de l'Offre Réouverte, d'une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les actions SQLI non apportées à l'Offre.

Dans un tel cas, le retrait obligatoire porterait sur les actions de la Société autres que celles détenues directement ou indirectement par l'Initiateur ou les sociétés contrôlées par DBAY Advisors (en ce compris le cas échéant, les actions SQLI pour lesquelles des accords de liquidité auront été conclus et qui seront assimilées aux actions SQLI détenues par l'Initiateur) et les actions auto-détenues par la Société. Il sera effectué moyennant une indemnisation égale au Prix d'Offre, étant précisé que cette procédure de retrait obligatoire entraînera la radiation des actions de la Société du marché Euronext Paris.

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

A l'exception du Tender Offer Agreement décrit à la section 2.2 de la Note en Réponse, les accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue sont décrits ci-dessous.

4.1. MECANISME DE LIQUIDITE

Selon la Note d'Information, l'Initiateur offre aux titulaires d'Actions Gratuites, d'Options d'Achat et d'Actions en PEG Non Disponibles le bénéfice d'un mécanisme de liquidité consistant en des promesses croisées de vente et d'achat entre ces bénéficiaires (les « **Bénéficiaires** ») et l'Initiateur portant sur les

Actions Gratuites, les actions SQLI susceptibles d'être versées aux bénéficiaires d'Options d'Achat à raison de leur exercice, et/ou les Actions en PEG Non Disponibles (ensemble, les « **Actions Non Disponibles** »). Ainsi, il sera proposé en cas de succès de l'Offre aux titulaires des Actions Non Disponibles de conclure un contrat de liquidité (le « **Contrat de Liquidité** »). Les Actions Non Disponibles susceptibles de faire l'objet d'un Contrat de Liquidité représentent à la date de la Note d'Information 54.244 actions SQLI, représentant 1,2% du capital, dont :

- (i) 5.152 Actions en PEE Non Disponibles déjà émises ;
- (ii) 24.092 actions SQLI déjà émises susceptibles d'être remises aux bénéficiaires d'Options d'Achat à raison de leur exercice ; et
- (iii) 25.000 Actions Gratuites en période d'acquisition et qui ont vocation à être définitivement attribuées par attribution d'actions ordinaires existantes.

Aux termes de ce Contrat de Liquidité, chaque Bénéficiaire concerné consent à l'Initiateur une promesse de vente sur les Actions Non Disponibles, exerçable à compter de la Période d'Exercice de la Promesse de Vente (tel que ce terme est défini ci-dessous). L'Initiateur consent par ailleurs aux Bénéficiaires une promesse d'achat sur les Actions Non Disponibles, cette promesse d'achat étant exerçable à compter de la fin de la Période d'Exercice de la Promesse de Vente, et à défaut d'exercice de cette dernière.

Les promesses de vente et d'achat pourront être exercées dans l'hypothèse où un Défaut de Liquidité (tel que ce terme est défini ci-dessous) serait constaté.

La « **Période d'Exercice des Promesses** » interviendra :

- (i) Concernant les Actions Gratuites et Actions en PEG, à l'expiration de la période durant laquelle les Actions Gratuites et Actions en PEG ne peuvent être cédées en vertu des plans d'Actions Gratuites ou conformément à la réglementation applicable (notamment L. 227-197-1 à L. 225-197-5 du Code de commerce et L. 3332-25 du Code du travail) ; et
- (ii) concernant les Options d'Achat, après notification par le Bénéficiaire concerné de l'exercice de ses Options d'Achat.

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

- (i) les actions SQLI ne sont plus admises aux négociations sur un marché réglementé ;
- (ii) le volume moyen d'actions SQLI échangées chaque jour de négociation sur une période d'un mois est inférieur (ou égal) à 0,05% du capital social de SQLI ; et
- (iii) le flottant de la Société est inférieur ou égal à 30% du capital de la Société, étant précisé que le calcul du flottant pour les besoins de cette stipulation exclura les actionnaires détenant plus de 3,5% du capital de la Société ainsi que de toute action ordinaire en circulation détenue par la Société ou ses filiales.

En cas d'exercice de ces promesses de vente et d'achat, le prix de cession des Actions Non Disponibles sera déterminé en cohérence avec le Prix de l'Offre, sur la base d'une formule prenant en compte le multiple induit par le Prix de l'Offre appliqué à (i) l'EBITDA consolidé des 12 mois précédant le 30 juin de l'année

concernée en cas d'exercice des promesses postérieurement à l'approbation des comptes consolidés semestriels audités, ou à (ii) l'EBITDA consolidé des derniers comptes annuels consolidés audités approuvés en cas d'exercice des promesses avant l'approbation des comptes consolidés semestriels de l'année concernée, ainsi que la dette financière nette.

L'application de la formule du prix de cession des Actions Non Disponibles ne fait pas ressortir, à la date de la présente Note en Réponse, un prix supérieur au Prix d'Offre. Le mécanisme de liquidité décrit dans la présente section n'offre pas de prix de garanti aux Bénéficiaires et n'intègre aucun complément de prix.

Par ailleurs, aux termes du Contrat de Liquidité, les bénéficiaires des Options d'Achat s'engagent à ne pas exercer leurs Options d'Achat pendant la période d'Offre (en ce compris l'Offre Réouverte) et par conséquent à ne pas apporter à l'Offre (en ce compris l'Offre Réouverte) les actions SQLI sous-jacente aux Options d'Achat.

4.2. LES ENGAGEMENTS D'APPORT DE CERTAINS ACTIONNAIRES DE LA SOCIETE

L'Initiateur a conclu, le 10 octobre 2021, un engagement d'apport avec Quaero Capital SA, qui s'est engagée à apporter à l'Offre les 435.997 actions SQLI, représentant 9,4% du capital de la Société, détenues par les fonds gérés par Quaero Capital SA.

La Note d'Information indique que :

- s'agissant d'un engagement d'apport, les actions apportées par Quaero Capital SA seront, comme l'ensemble des actions SQLI apportées à l'Offre, acquises au Prix d'Offre, et cet engagement d'apport n'intègre donc aucun complément de prix à la charge de l'Initiateur ;
- au titre de cet engagement d'apport, Quaero Capital SA s'est également engagée à ne pas transférer de quelque manière que ce soit les actions SQLI faisant l'objet de l'engagement d'apport, sauf à ce que le tiers acquéreur des actions SQLI détenues par Quaero Capital SA (i) adhère à l'engagement d'apport et s'engage par conséquent à apporter ses actions à l'Offre et (ii) s'engage à payer à Quaero Capital SA l'éventuelle différence entre le Prix d'Offre et le prix auquel elles seraient cédées par ce tiers acquéreur.
- cet engagement d'apport est nul en cas de dépôt par un tiers d'une offre publique concurrente à un prix plus élevé que l'Offre et déclarée conforme par l'AMF et à défaut d'offre de surenchère déposée par l'Initiateur. Il s'appliquera de plein droit à une éventuelle offre en surenchère déposée par l'Initiateur et déclarée conforme par l'AMF.

5. CARACTERISTIQUE DE L'OFFRE

5.1. PRINCIPAUX TERMES DE L'OFFRE

En application des dispositions de l'article 231-13 du RGAMF, l'Établissement Présentateur, agissant pour le compte de l'Initiateur, a déposé le projet d'Offre auprès de l'AMF le 23 novembre 2021. L'AMF publiera un avis de dépôt concernant l'Offre sur son site internet (www.amf-france.org).

L'Offre revêt un caractère volontaire et sera réalisée selon la procédure normale régie par les articles 232-1 et suivants du RGAMF.

L'Initiateur s'engage irrévocablement à acquérir auprès des actionnaires de la Société toutes les actions visées par l'Offre et qui seront apportées à l'Offre, au prix de trente-et-un euros (31€) par action SQLI, payable uniquement en numéraire, pendant une période de 25 jours de négociation, sauf réouverture par l'AMF conformément à l'article 232-4 du RGAMF.

Mediobanca Banca di Credito Finanziario S.p.A garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du RGAMF.

5.2. AJUSTEMENT DES TERMES DE L'OFFRE

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

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

5.3. NOMBRE D' ACTIONS SUSCEPTIBLES D'ETRE APPORTEES A L'OFFRE

L'Offre porte sur la totalité des actions SQLI existantes non détenues, directement ou indirectement, seul ou de concert, par l'Initiateur, à l'exclusion :

- (i) des 1.379.579 actions détenues par l'Initiateur, étant précisé que l'Initiateur a acquis, le 7 décembre 2021, 60.575 actions SQLI au Prix d'Offre conformément aux dispositions de l'article 231-38 du RGAMF ;
- (ii) de 23.362 actions SQLI auto-détenues par la Société, correspondant aux 47.454 actions SQLI auto-détenues par la Société que la Société s'est engagée à ne pas apporter à l'Offre, sous déduction des actions susceptibles d'être transférées aux bénéficiaires à raison de l'exercice des Options d'Achat, soit, à la connaissance de l'Initiateur, un maximum de 24.092 actions auto-détenues SQLI, étant toutefois précisé que l'ensemble des Options d'Achat sont en dehors de la monnaie (leur prix d'exercice étant supérieur au prix de l'Offre) et ne sont donc pas susceptibles d'être apportées à l'Offre ; et
- (iii) des 5.152 Actions en PEG Non Disponibles, dont le délai d'indisponibilité minimum de cinq (5) ans prévu par l'article L. 3332-25 du Code du travail et dont la période de conservation n'expirera pas avant la date de clôture de l'Offre ;

soit, à la date de la Note en Réponse et à la connaissance de la Société, un nombre total maximum de 3.205.882 actions de la Société.

À la connaissance de la Société, il n'existe pas d'autres titres de capital ou instruments financiers pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de SQLI à l'exception des Actions Gratuites et des Options d'Achat telles que décrites en section 5.4 de la Note en Réponse.

5.4. SITUATION DES BENEFICIAIRES D' ACTIONS GRATUITES, OPTIONS D' ACHAT, ACTIONS INDISPONIBLES EN PEG ET MECANISME DE LIQUIDITE

Conformément à la Note d'Information, il sera proposé aux détenteurs d'Actions Gratuites, aux détenteurs d'Options d'Achat (qui sont en dehors de la monnaie et ne sont donc pas susceptibles d'être apportées à l'Offre) et aux détenteurs d'Actions en PEG Non Disponibles, un mécanisme de liquidité décrit à la section 4.1 ci-dessus.

5.4.1. Situation des bénéficiaires d'Actions Gratuites

Le tableau ci-dessous présente les principales caractéristiques des Actions Gratuites attribuées à la date de la Note en Réponse, qui correspondent à 25.000 Actions Gratuites en période d'acquisition :

Plan d'Actions Gratuites/ Date d'attribution	Nombre d'Actions Gratuites	Date d'acquisition définitive	Fin de la période de conservation
PLAN NO. 1	8.502 AU TOTAL	2022	2023
8 mars 2021	5.001	9 mars 2022	9 mars 2023
26 mai 2021	2.334	27 mai 2022	27 mai 2023
23 août 2021	1.167	24 août 2022	24 août 2023
PLAN NO. 2	8.501 AU TOTAL	2023	N/A
8 mars 2021	5.000	9 mars 2023	n/a
26 mai 2021	2.334	27 mai 2023	n/a
23 août 2021	1.167	24 août 2023	n/a
PLAN NO. 3	7.997 AU TOTAL	2024	N/A
8 mars 2021	4.499	9 mars 2024	n/a
26 mai 2021	2.332	27 mai 2024	n/a
23 août 2021	1.166	24 août 2024	n/a
TOTAL	25.000		

Sous réserve des cas exceptionnels de levée des indisponibilités prévues par les dispositions légales ou réglementaires applicables (décès ou invalidité du bénéficiaire), les 25.000 Actions Gratuites seront encore en période d'acquisition à la date de clôture de l'Offre (ou, le cas échéant, la date de clôture de l'Offre Réouverte), et ne peuvent pas conséquemment être apportées à l'Offre. De la même façon, dans l'hypothèse où de nouvelles attributions gratuites d'actions seraient réalisées préalablement à la clôture de l'Offre dans les conditions prévues dans les statuts de Société et le règlement intérieur du Conseil d'administration ainsi que dans le Tender Offer Agreement, ces actions gratuites seraient également encore en période d'acquisition à la date de clôture de l'Offre (ou, le cas échéant, la clôture de l'Offre Réouverte), et ne pourront donc pas être apportées à l'Offre.

Les titulaires d'Actions Gratuites bénéficieront du mécanisme de liquidité prévu à la section 4.1 ci-dessus.

5.4.2. Situation des titulaires d'Options d'Achat

Le tableau ci-dessous résume les principales caractéristiques des Options d'Achat en circulation à la date de la Note en Réponse.

	Plan du 22 février 2017	Plan du 18 octobre 2017
Assemblée Générale autorisation l'attribution	15 juin 2016	28 juin 2017
Nombre d'Options d'Achat en circulation	23.067	1.025
Nombre d'actions susceptibles d'être émises à raison de l'exercice des Options d'Achat	23.067	1.025
Date d'expiration	22 février 2024	18 octobre 2024
Prix d'exercice	€ 32.04	€ 32.2

Les titulaires des Options d'Achat bénéficieront du mécanisme de liquidité prévu à la section 4.1 ci-dessus.

5.4.3. Actions en PEG Non Disponibles

Le tableau ci-dessous résume les principales caractéristiques des 5.152 Actions en PEG Non Disponible⁵ (tel que ce terme est défini à la section 1 ci-dessus) en circulation à la date de la Note en Réponse.

Date de souscription	29 décembre 2017	28 décembre 2018
Date d'expiration de la période d'indisponibilité	29 décembre 2022	28 décembre 2023
Nombre total d'actions en PEG indisponibles	4.341	811

Les salariés titulaires d'Actions en PEG Non Disponibles bénéficieront du mécanisme de liquidité prévu à la section 4.1 ci-dessus.

5.5. CONDITIONS AUXQUELLES L'OFFRE EST SOUMISE

5.5.1. Condition de l'Offre : seuil de caducité

En application des dispositions de l'article 231-9 I du RGAMF, l'Offre sera frappée de caducité si, à sa date de clôture, l'Initiateur ne détient pas, seul ou de concert, directement ou indirectement, un nombre d'actions représentant une fraction du capital ou des droits de vote de la Société supérieure à 50% (le « **Seuil de Caducité** »). La détermination de ce seuil suit les règles fixées à l'article 234-1 du RGAMF.

L'atteinte du Seuil de Caducité ne sera pas connue avant la publication par l'AMF du résultat de l'Offre initiale, qui interviendra après la centralisation des ordres d'apport par Euronext Paris.

Si le Seuil de Caducité n'est pas atteint, l'Offre n'aura pas de suite positive et les actions de la Société 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 auxdits détenteurs.

⁵ Certaines actions ordinaires sont détenues par les salariés du groupe de la Société directement au sein d'un PEG et dont le délai d'indisponibilité minimum de cinq ans prévu par l'article L. 3332-25 du Code du travail n'expirera pas avant la date de clôture de l'Offre.

5.5.2. Condition de l'Offre : seuil de renonciation

En sus du Seuil de Caducité tel que décrit à la section 5.5.1 de la Note d'Information et 5.5.1 de la Note en Réponse, conformément aux dispositions de l'article 231-9 II du RGAMF, l'Offre sera frappée de caducité si, à sa date de clôture, l'Initiateur ne détient pas, seul ou de concert, directement ou indirectement, un nombre d'actions représentant une fraction du capital et des droits de vote de la Société supérieure à 50% (le « **Seuil de Renonciation** »).

Pour les besoins du calcul du Seuil de Renonciation, il sera tenu compte :

- (a) au numérateur, (x) pour les actions, de la totalité des actions de la Société que l'Initiateur détient en considérant les actions de la Société apportées à l'Offre comme déjà détenues par l'Initiateur au jour de la clôture de l'Offre nonobstant la non-réalisation, à cette date, des opérations de règlement-livraison afférentes à l'Offre et (y) pour les droits de vote, de la totalité des droits de vote attachés aux actions de la Société détenues par l'Initiateur ou apportées à l'Offre ; et
- (b) au dénominateur, (x) pour les actions, de la totalité des actions existantes composant le capital social de la Société au jour de la clôture de l'Offre et (y) pour les droits de vote, de la totalité des droits de vote théoriques attachés aux actions existantes de la Société à la date de clôture de l'Offre.

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 RGAMF, si le Seuil de Renonciation (calculé comme indiqué ci-avant) n'est pas atteint, et à moins que l'Initiateur n'ait décidé de renoncer au Seuil de Renonciation dans les conditions prévues aux paragraphes suivants, les actions de la Société 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 la faculté de renoncer purement et simplement à ce Seuil de Renonciation jusqu'au jour de la publication par l'AMF du résultat définitif de l'Offre.

Par ailleurs, l'Initiateur se réserve également la faculté de supprimer ou d'abaisser le Seuil de Renonciation en déposant une surenchère au plus tard cinq (5) jours de négociation avant la clôture de l'Offre, conformément aux dispositions des articles 232-6 et 232-7 du RGAMF.

5.6. PROCEDURE DE L'OFFRE

5.6.1. Procédure d'apport à l'Offre

La procédure d'apport à l'Offre est décrite à la section 2.7 de la Note d'Information.

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

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

5.6.2. Publication des résultats de l'Offre et règlement-livraison

L'AMF fera connaître le résultat définitif de l'Offre au plus tard neuf (9) jours de négociation après la clôture de l'Offre. Si l'AMF constate que l'Offre a une suite positive, Euronext Paris indiquera dans un avis la date et les modalités de livraison des actions et de règlement des capitaux.

A la date de règlement-livraison de l'Offre (et, le cas échéant, de l'Offre Réouverte), l'Initiateur créditera Euronext Paris des fonds correspondant au règlement de l'Offre (et, le cas échéant, de l'Offre Réouverte). À cette date, les actions de la Société apportées et l'ensemble des droits qui y sont attachés seront transférés à l'Initiateur. Euronext Paris effectuera le règlement espèces aux intermédiaires pour le compte de leurs clients ayant apporté leurs actions à l'Offre (ou, le cas échéant, de l'Offre Réouverte) à compter de la date de règlement-livraison de l'Offre (ou, le cas échéant, de l'Offre Réouverte).

Le cas échéant, l'ensemble des opérations décrites ci-dessus seront réitérées dans un séquençement identique et dans des conditions, notamment de délai, qui seront précisées dans un avis publié par Euronext Paris, dans le cadre de l'Offre Réouverte.

Il est rappelé en tant que de besoin que toute somme due dans le cadre de l'apport des actions à l'Offre (ou, le cas échéant, de l'Offre Réouverte) ne portera pas intérêt et sera payée à la date de règlement-livraison (ou, le cas échéant, de l'Offre Réouverte).

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

L'Initiateur se réserve la possibilité de réaliser, sur le marché ou hors marché, toute acquisition d'actions conforme aux dispositions des articles 231-38 et 231-39 du RGAMF.

5.6.4. Calendrier indicatif de l'Offre

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

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

Dates	Principales étapes de l'Offre
23 novembre 2021	<ul style="list-style-type: none">– Dépôt du Projet de Note d'Information de l'Initiateur auprès de l'AMF.– Mise à disposition du public du Projet de Note d'Information aux sièges de l'Initiateur et de l'Établissement Présentateur.– Mise en ligne sur les sites Internet de l'Initiateur (www.dbayadvisors.com), de la Société (www.sqli.com) et de l'AMF (www.amf-france.org) du Projet de Note d'Information.– Diffusion du communiqué de dépôt et de mise à disposition du Projet de Note d'Information.
23 novembre 2021	<ul style="list-style-type: none">– Dépôt auprès de l'AMF du projet de note en réponse de SQLI, comprenant l'avis motivé du Conseil d'administration de SQLI, le rapport de l'expert indépendant et l'avis émis par le comité d'entreprise.– Mise à disposition du public du projet de note en réponse de SQLI au siège de SQLI.– Mise en ligne sur les sites Internet de SQLI (www.sqli.com) et de l'AMF du projet de note en réponse.

	<ul style="list-style-type: none"> – Diffusion du communiqué de dépôt et de mise à disposition du projet de note en réponse de SQLI.
21 décembre 2021	<ul style="list-style-type: none"> – Publication de la déclaration de conformité de l’Offre par l’AMF emportant visa de la note d’information de l’Initiateur et de la note en réponse de SQLI. – Mise à disposition du public au siège de l’Initiateur et de l’Établissement Présentateur et mise en ligne sur les sites Internet de l’Initiateur et de l’AMF de la note d’information. – Mise à disposition du public au siège de SQLI et mise en ligne sur les sites Internet de SQLI et de l’AMF de la note en réponse visée.
21 décembre 2021	<ul style="list-style-type: none"> – Mise à disposition du public aux sièges de l’Initiateur et de l’Établissement Présentateur et mise en ligne sur le site Internet de l’Initiateur et de l’AMF des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de l’Initiateur. – Diffusion par l’Initiateur du communiqué de mise à disposition de la note d’information visée et des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de l’Initiateur. – Mise à disposition du public au siège de SQLI et mise en ligne sur le site Internet de SQLI et de l’AMF des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de SQLI. – Diffusion par SQLI du communiqué de mise à disposition de la note en réponse visée et des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de SQLI.
22 décembre 2021	<ul style="list-style-type: none"> – Publication par l’AMF de l’avis d’ouverture de l’Offre. – Publication par Euronext Paris de l’avis relatif à l’Offre et ses modalités.
23 décembre 2021	<ul style="list-style-type: none"> – Ouverture de l’Offre.
12 janvier 2022	<ul style="list-style-type: none"> – Publication par SQLI de son chiffre d’affaires 2021.
27 janvier 2022	<ul style="list-style-type: none"> – Clôture de l’Offre.
28 janvier 2022	<ul style="list-style-type: none"> – Publication par l’AMF et Euronext de l’avis de résultat de l’Offre.
31 janvier 2022	<ul style="list-style-type: none"> – En cas d’issue positive de l’Offre, publication par Euronext de l’avis de réouverture de l’Offre, ou, si les actionnaires minoritaires ne représentent pas plus de 10% du capital et des droits de vote de SQLI, mise en œuvre du retrait obligatoire
1 ^{er} février 2022	<ul style="list-style-type: none"> – En cas d’issue positive de l’Offre initiale et dans les conditions fixées à la section 5.6.6 de la Note d’Information, réouverture de l’Offre.
3 février 2022	<ul style="list-style-type: none"> – En cas d’issue positive de l’Offre, règlement-livraison de l’Offre.
14 février 2022	<ul style="list-style-type: none"> – Clôture de l’Offre Réouverte.
15 février 2022	<ul style="list-style-type: none"> – Publication par l’AMF et Euronext de l’avis de résultat de l’Offre Réouverte.
21 février 2022	<ul style="list-style-type: none"> – Règlement-livraison de l’Offre Réouverte.
A compter du 21 février 2022	<ul style="list-style-type: none"> – Mise en œuvre du retrait obligatoire si les actionnaires minoritaires ne représentent pas plus de 10% du capital et des droits de vote de SQLI.

5.6.5. Possibilité de renonciation à l’Offre

Conformément aux dispositions de l’article 232-11 du RGAMF, l’Initiateur peut renoncer à son Offre dans le délai de cinq (5) jours de négociation suivant la publication du calendrier d’une offre ou d’une surenchère concurrente. Il informe l’AMF de sa décision qui fait l’objet d’une publication.

L'Initiateur peut également renoncer à son Offre si celle-ci devient sans objet ou si la Société, en raison de mesures qu'elle a prises, voit sa consistance modifiée pendant l'Offre ou en cas de suite positive de l'Offre, ou si les mesures prises par la Société ont pour conséquence un renchérissement de l'Offre pour l'Initiateur. Il est précisé que l'Initiateur ne pourra se prévaloir de cette faculté de renonciation qu'avec l'autorisation préalable de l'AMF au regard des principes posés par l'article 231-3 du RGAMF.

Il peut également renoncer à son Offre en cas de non-atteinte du Seuil de Renonciation, tel que précisé à la Section 5.5.2 ci-dessus.

En cas de renonciation dans les cas mentionnés ci-dessus, les actions présentées à l'Offre seront restituées à leurs propriétaires sans qu'aucun intérêt, indemnité ou autre paiement ne soit dû.

5.6.6. Réouverture de l'Offre

Conformément aux dispositions de l'article 232-4 du RGAMF, si l'Offre connaît une suite positive, l'Offre sera automatiquement réouverte au plus tard dans les dix (10) jours de négociation suivant la publication du résultat définitif de l'Offre, dans des termes identiques à ceux de l'Offre (l'« **Offre Réouverte** »). Dans une telle hypothèse, l'AMF publiera le calendrier de l'Offre Réouverte, qui durera, en principe, au moins dix (10) 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 la possibilité, 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 RGAMF, de demander à l'AMF de mettre en œuvre un tel retrait obligatoire dans les dix (10) jours de négociation à compter de la publication de l'avis de résultat de l'Offre. Dans une telle hypothèse, l'Offre ne serait pas réouverte.

5.6.7. Restrictions concernant l'Offre à l'étranger

L'Offre est faite exclusivement en France.

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

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

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

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

Etats-Unis d'Amérique

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

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

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

6. AVIS DU COMITE SOCIAL ET ECONOMIQUE DE SQLI

Le Comité social et économique de la Société a été informé du projet d'Offre le 24 septembre 2021 conformément aux dispositions de l'article L. 2312-47 du code du travail. A la suite de cette réunion, le Comité social et économique de la Société a sollicité l'audition de l'Initiateur conformément aux dispositions de l'article L. 2312-42 du Code de travail, laquelle s'est tenue le 30 septembre 2021. Le Comité social et économique de la Société s'est à nouveau réuni le 4 octobre 2021 pour discuter du projet d'Offre. Puis, il s'est réuni une dernière fois le 21 octobre 2021 et a, au cours de cette réunion, émis un avis favorable sur l'Offre reproduit ci-après :

« Le CSE rend un avis favorable quant au projet d'OPA amicale initié par DBAY Advisors Ltd sur les titres composant le capital social de SQLI SA, à l'unanimité des membres présents ».

Après l'avis du Comité social et économique rendu le 21 octobre 2021 sur le projet d'Offre, le conseil d'administration de SQLI s'est prononcé le 9 novembre 2021 conformément aux dispositions de l'article L.2323-39 du Code du travail et comme décrit en section 7 ci-après.

7. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE SQLI

7.1. COMPOSITION DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

A la date de la Note en Réponse, le Conseil d'administration de la Société est composé comme suit :

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

- Monsieur Philippe Donche-Gay (Président-Directeur Général) ;
- Monsieur Hervé de Beublain* ;
- Brand & Retail, représentée par Madame Nathalie Mesny* ;
- Madame Véronique Reille Soult de Dalmatie* ;
- Madame Ariel Steinmann* ;
- Surible TopCo, représentée par Monsieur Diederik Vos ;
- DBAY Advisors, représentée par Monsieur Iltay Sensagir ; et
- Monsieur Jérôme Abergel (administrateur représentant les salariés).

* Administrateurs indépendants

7.2. RAPPEL DES DECISIONS PREALABLES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

Le Conseil d'administration de SQLI, réuni le 20 septembre 2021, a accueilli favorablement le principe de l'Offre et a décidé d'initier une procédure d'information-consultation auprès du comité social et économique de la Société.

Lors de cette réunion, conformément à l'article 261-1-III du règlement général de l'AMF, le Conseil d'administration de SQLI a décidé de constituer un comité ad hoc (le « **Comité ad hoc** »), composé des membres suivants :

- Brand & Retail représentée par Madame Nathalie Mesny, administratrice indépendante, présidente du Comité ad hoc ;

- Madame Ariel Steinmann, administrateur indépendant ; et

- Madame Véronique Reille Soult de Dalmatie.

Il est précisé que le Comité ad hoc avait pour objet notamment de proposer le nom d'un expert indépendant au conseil d'administration, de superviser les travaux de l'expert indépendant et d'émettre des recommandations au Conseil d'administration de la Société concernant l'Offre.

Le Conseil d'administration de la Société a décidé le 1^{er} octobre 2021, sur recommandation du Comité ad hoc, de nommer le cabinet Finexsi, représenté par Monsieur Olivier Péronnet et Madame Adeline Burnand, en qualité d'expert indépendant dans le cadre des dispositions de l'article 261-1 I 4^o du RGAMF, avec pour mission de préparer un rapport sur les conditions financières de l'Offre en application des articles 261-1 et suivants du RGAMF.

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

7.3. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, le Conseil d'administration de la Société s'est réuni le 9 novembre 2021, sur convocation de son président faite conformément aux statuts de la Société, afin d'examiner le projet d'Offre et de rendre son avis motivé sur l'intérêt de l'Offre et les conséquences de celle-ci pour SQLI, ses actionnaires et ses salariés.

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

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

L'avis motivé du Conseil d'administration a été adopté à l'unanimité des membres présents ou représentés, en ce compris les membres indépendants, étant précisé que Surible TopCo, représentée par Monsieur Diederik Vos et DBAY Advisors, représentée par Monsieur Iltay Sensagir n'ont pas, compte tenu de la situation de conflit d'intérêts dans laquelle ils se trouvent, participé aux délibérations et au vote de l'avis motivé.

L'avis motivé du Conseil d'administration rendu le 9 novembre 2021 est reproduit ci-après :

1. Examen des travaux et conclusions du Comité Ad Hoc et de l'Expert Indépendant sur l'Offre

a. Rappel du contexte

*Le Président indique que, conformément aux dispositions de l'article 231-19 du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers (le « **RGAMF** »), le Conseil d'administration est réuni ce jour à l'effet (i) d'examiner le projet d'offre publique initié par Dbay Advisors (« **Dbay Advisors** ») par l'intermédiaire de la société Synsion BidCo, société par actions simplifiée dont le siège social est situé 95 rue La Boétie 75008 Paris (France), immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 903 881 373 (« **Bidco** » ou l'« **Initiateur** ») visant les actions de la Société (l'« **Offre** ») et (ii) de rendre un avis motivé sur l'intérêt et les conséquences de l'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.*

Le Président rappelle que Dbay Advisors, actionnaire de la Société à hauteur d'environ 28,6% du capital, a fait part de son intérêt à la Société pour l'acquisition par le biais d'une offre publique d'achat des titres que les fonds gérés par Dbay Advisors ne détiennent pas encore. Cet intérêt a été formalisé par une lettre d'offre indicative en date du 23 avril 2021 complétée par un second courrier en date du 7 mai 2021 décrivant les termes et conditions d'un projet d'acquisition de la totalité des actions de la Société, sur une base pleinement diluée.

*A la suite de la signature de cette lettre, Dbay Advisors a eu accès, à la fin du mois de mai 2021, à un nombre limité d'informations sur la Société dans le cadre d'une procédure dite de data-room conformément aux recommandations de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** »). A l'issue de ces travaux de due diligence, Dbay Advisors a transmis à la Société, le 17 septembre 2021, une lettre d'offre confirmatoire engageante présentant sa volonté de déposer le projet d'Offre auprès de l'AMF par l'intermédiaire d'un véhicule d'acquisition dédié.*

Le 21 septembre 2021, le Conseil d'administration de la Société a émis un avis préliminaire favorable sur l'intérêt de l'Offre dans l'attente des conclusions et recommandations de l'Expert Indépendant et du CSE, et a autorisé la signature d'un accord relatif à l'Offre conclu entre Dbay Advisors et la Société (le « **Tender Offer Agreement** »).

Au cours de cette réunion, et conformément à l'article 261-1 I et suivants du RGAMF, le Conseil d'administration a décidé de constituer un comité ad hoc (le « **Comité Ad Hoc** ») composé de Madame Véronique Reille Sault, Administratrice indépendante, Madame Ariel Steinmann, Administratrice indépendante et la société Brand & Retail représentée par Madame Nathalie Mesny, Administratrice indépendante et Présidente du Comité Ad Hoc afin (i) de proposer la nomination d'un expert indépendant, (ii) d'assurer le suivi des travaux de cet expert et d'échanger régulièrement avec lui dans le cours de l'accomplissement de ses travaux et (iii) de préparer les termes de l'avis motivé du Conseil d'administration sur l'Offre en vue d'émettre une recommandation à l'intention du Conseil d'administration.

b. Processus de désignation de l'Expert Indépendant

Suite à sa désignation, le Comité Ad Hoc a sollicité, sur proposition des conseils de la Société, trois cabinets reconnus pour leur compétence et leur expérience en matière d'expertise indépendante. Un cabinet non sollicité a, par ailleurs, proposé son assistance.

Après analyse des propositions formulées par ces cabinets et après audition de deux d'entre eux, le Comité Ad Hoc, lors de sa réunion du 30 septembre 2021, a décidé, après avoir vérifié l'absence de conflits d'intérêts, de recommander au Conseil d'administration le cabinet Finexsi en raison (i) de la qualité de la présentation et du discours de ses représentants, (ii) de son expérience dans le secteur du digital, (iii) de sa proposition financière, et (iv) plus généralement, de sa réputation professionnelle et des moyens humains et matériels dont il dispose.

Le Conseil d'administration, lors de sa séance du 1^{er} octobre 2021, a décidé, à l'unanimité, de suivre la recommandation du Comité Ad Hoc et de désigner le cabinet Finexsi (« **Finexsi** » ou l'« **Expert Indépendant** ») représenté par Monsieur Olivier Péronnet et Madame Adeline Burnand en qualité d'Expert Indépendant chargé d'examiner les conditions financières de l'Offre conformément aux dispositions de l'article 261-1-I-4 du RGAMF.

Par la suite, le Président Directeur Général de la Société a signé le 7 octobre 2021 la proposition d'intervention du cabinet Finexsi.

c. Eléments essentiels soumis au Conseil d'administration pour son avis motivé

Le Président précise qu'afin de permettre aux membres du Conseil d'administration d'avoir toutes les informations leur permettant de rendre un avis motivé, les documents suivants relatifs à l'Offre ont été communiqués à chacun des administrateurs préalablement à la présente réunion :

- l'accord (Tender Offer Agreement) régissant les engagements respectifs de Dbay Advisors et de la Société étant précisé qu'un avenant à cet accord doit être conclu par la Société (l'« **Avenant au TOA** ») afin de (i) tenir compte de la substitution de Bidco aux droits et obligations de DBAY au titre du Tender Offer Agreement, (ii) l'augmentation du prix de l'Offre à trente-et-un euros et (iii) permettre à Bidco de déposer l'Offre au plus tard le 18 novembre pour permettre la finalisation de la documentation de l'Offre ;

- le projet de note d'information établi par l'Initiateur qui contient notamment le contexte et les motifs de l'Offre, les intentions de l'Initiateur au cours des 12 prochains mois et les éléments d'appréciation du prix de l'Offre (le « **Projet de Note d'Information** ») ;
- le projet de note en réponse établi par la Société (le « **Projet de Note en Réponse** ») ;
- l'avis du CSE en date du 22 octobre 2021 ;
- le rapport de l'Expert Indépendant en date du 9 novembre 2021 ; et
- la recommandation rendue par le Comité Ad Hoc et le projet d'avis motivé du Comité Ad Hoc en date du 5 novembre 2021

d. Rappel des principales caractéristiques de l'Offre

Après avoir pris connaissance des documents essentiels en lien avec l'Offre mentionnés ci-dessus et des éléments complémentaires qui lui ont été présentés, le Conseil d'administration a constaté que :

- l'Offre est une offre d'achat en numéraire au prix de 31 euros par action qui revêt un caractère volontaire et sera réalisée selon la procédure normale en application des dispositions des articles 231-1 et suivants du RGAMF ;
- l'Offre est soumise aux conditions suspensives suivantes :
 - o Seuil de caducité : l'Offre sera caduque si, à la date de sa clôture, l'Initiateur ne détient pas un nombre d'actions représentant une fraction du capital ou des droits de vote de la Société supérieure à 50% ;
 - o Seuil de renonciation : l'Initiateur se réserve la faculté, jusqu'au jour de la publication par l'AMF du résultat définitif de l'Offre, de renoncer à l'Offre en cas de non-atteinte du seuil de 50% du capital social et des droits de vote de la Société. Les modalités de calcul sont plus amplement décrites dans le Projet de Note d'Information ;
- l'Initiateur bénéficie d'un engagement d'apport conclu avec Quaero Capital SA qui s'est engagée à apporter à l'Offre les 435.997 actions de la Société détenues par les fonds gérés par Quaero Capital SA, représentant 9,4% du capital social de la Société ;
- les actions auto-détenues par la Société ne seront pas apportées à l'Offre conformément aux stipulations du Tender Offer Agreement ;
- dans le cas où le nombre d'actions non présentées à l'Offre ou, le cas échéant, à l'Offre Réouverte (tel que ce terme est défini dans le Projet de Note d'Information), ne représenterait pas plus de 10 % du capital et des droits de vote de la Société, l'Initiateur a l'intention de mettre en œuvre une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les actions non apportées moyennant une indemnisation égale au prix par action proposé aux actionnaires dans le cadre de l'Offre (le « **Retrait Obligatoire** »).

e. Avis du CSE

Le Président indique au Conseil d'administration que plusieurs réunions du CSE se sont tenues depuis

l'annonce du projet d'Offre, dans le cadre de la procédure d'information-consultation relative à ce projet.

Le Président indique que le CSE n'a pas souhaité se faire assister par un expert-comptable, conformément aux dispositions des articles L. 2323-38 et suivants du Code du travail, et qu'il a pu auditionner les représentants de l'Initiateur.

Le Président indique que le CSE a, à l'unanimité, émis un avis favorable sur le projet d'Offre le 22 octobre 2021. Le Président rappelle que le procès-verbal de la réunion du CSE est reproduit dans son intégralité dans le Projet de Note en Réponse.

f. Supervision des travaux de l'Expert Indépendant

Une réunion du Comité Ad Hoc a eu lieu le 18 octobre 2021 en présence de l'Expert Indépendant, pour faire un point d'avancement sur la mission et les principaux documents et informations demandés par ce dernier pour ses travaux dont notamment le plan d'affaires tel qu'arrêté par le Conseil d'administration lors de sa séance du 23 juillet 2021. Ce plan d'affaires traduit, à la date de la présente réunion, la meilleure estimation possible des prévisions de la Société et est la seule donnée prévisionnelle pertinente. Les membres du Comité Ad Hoc ont pu commenter celui-ci lors de cette réunion pour apporter leur éclairage à l'Expert Indépendant.

Le 5 novembre 2021, le Comité Ad Hoc a tenu une visioconférence en amont du Conseil d'administration chargé de rendre son avis motivé sur l'Offre avec la participation de l'expert indépendant. Le Comité ad hoc a procédé à la revue présentation du rapport de l'Expert Indépendant et la conclusion de ses travaux et a finalisé ses recommandations au Conseil d'administration afin qu'il puisse émettre un avis motivé sur l'Offre.

Le Président précise que le Comité Ad Hoc a constaté l'absence de question d'actionnaires et n'a relevé, dans le cadre de sa mission, aucun élément de nature à remettre en cause, selon lui, le bon déroulement des travaux de l'Expert Indépendant.

g. Conclusion du rapport de l'Expert Indépendant

Puis, le Président poursuit la réunion en donnant la parole à Finexsi, représenté par Monsieur Olivier Péronnet et Madame Adeline Burnand qui présente son rapport et résume alors les conclusions de ses travaux au Conseil d'administration :

« Le prix d'Offre fait ressortir des primes sur chacun des critères principaux analysés.

La présente Offre Publique d'Achat donne un accès immédiat à la liquidité aux actionnaires minoritaires de la Société avec une prime de +11,1% par rapport au cours de clôture avant annonce de l'Offre, et des primes comprises entre +18,6% et +41,6% par rapport aux cours moyens pondérés des volumes sur 1 mois, 3 mois, 6 mois et 12 mois. Il doit en outre être précisé que le cours de l'action SQLI n'a jamais atteint le prix d'Offre sur les 24 derniers mois.

Le prix d'Offre extériorise également une prime de +5,0% sur la valeur centrale issue de la valorisation par actualisation des flux de trésorerie prévisionnels, basée sur les prévisions du management qui intègrent des anticipations de croissance de chiffre d'affaires et d'améliorations significatives de la rentabilité de la Société et qui extériorisent des taux de marge élevés, jamais atteints par le passé.

Sur ces bases, le prix d'Offre donne la pleine valeur aux actionnaires minoritaires sans qu'ils aient à

supporter le risque d'exécution du plan d'affaires.

Nous observons également que le Prix d'Offre fait ressortir une prime de 10,7% par rapport au prix de rachat de bloc par l'Initiateur, intervenu en décembre 2019.

Concernant les méthodes mises en œuvre à titre secondaire, le prix d'Offre fait ressortir des primes sur les valeurs issues de la méthode des comparables boursiers (entre +14,3% sur la borne basse et +36,3% sur la borne haute), une prime de +9,5% sur la moyenne des objectifs de cours des analystes avant annonce de l'Offre et des primes comprises entre +6,6% et +56,3% sur les valeurs extériorisées par la méthode des transactions comparables.

L'examen des accords pouvant avoir une influence significative sur l'appréciation de l'Offre, tels que présentés dans le projet de note d'information, à savoir (i) l'engagement d'apport ainsi que (ii) le mécanisme 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, nous sommes d'avis que le prix d'Offre de 31,0 € par action est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de SQLI ».

h. Projet d'avis motivé du Comité Ad Hoc à destination du Conseil d'administration

Le Président rappelle que, depuis sa constitution, le Comité Ad Hoc s'est réuni à plusieurs reprises en présence de l'Expert Indépendant.

Le Président rappelle ensuite que le Comité Ad Hoc s'est réuni le 5 novembre 2021 pour finaliser les termes de son projet d'avis motivé au regard du rapport de l'Expert Indépendant et du Projet de Note d'Information. Il s'est notamment assuré que l'Expert Indépendant avait en sa possession l'ensemble des informations utiles pour l'exécution de sa mission et qu'il était à même de mener ses travaux dans des conditions satisfaisantes.

Le Comité Ad Hoc a fait le constat de l'absence de réception de questions d'actionnaires.

Le Président donne ensuite la parole à Madame Nathalie Mesny, en sa qualité de Présidente du Comité Ad Hoc pour présenter le projet d'avis motivé du Comité Ad Hoc. Celle-ci indique que le Comité Ad Hoc a relevé ce qui suit :

(i) s'agissant de l'intérêt de l'Offre pour la Société :

Il est constaté :

- *que l'Initiateur a l'intention, avec le soutien apporté par Dbay Advisors, de soutenir le développement de la Société et de poursuivre les principales orientations stratégiques mises en œuvre par la Société.*
- *que l'Initiateur envisage de contribuer à la croissance du groupe SQLI tant par la croissance organique que par la croissance externe, en mettant en particulier à disposition l'expertise et les ressources du groupe Dbay Advisors.*
- *qu'au niveau opérationnel, Dbay Advisors a indiqué vouloir soutenir le développement de la stratégie définie par la Société et sa direction avec laquelle elle a affirmé vouloir continuer à*

travailler étant précisé qu'en cas de suite positive de l'Offre, l'Initiateur indique que la composition du Conseil d'administration sera modifiée pour refléter le nouvel actionnariat de la Société.

- *que dans l'hypothèse où une procédure de retrait obligatoire serait mise en œuvre à l'issue de l'Offre, l'opération pourrait conduire à l'économie des coûts liés à la cotation ;*
- *qu'il n'est pas envisagé de procéder à une fusion entre l'Initiateur et la Société à l'issue de l'Offre.*

(ii) *s'agissant de l'intérêt de l'Offre pour les actionnaires et les détenteurs de titres non liquides*

Il est constaté :

- *qu'il ressort des conclusions de l'Expert Indépendant que le prix proposé par l'Initiateur est équitable d'un point financier pour les actionnaires apportant leurs actions à l'Offre ;*
- *que les actionnaires de la Société qui apporteront leurs actions à l'Offre bénéficieront d'une liquidité immédiate sur l'intégralité de leur participation au prix de 31 euros par action faisant apparaître des primes de :*
 - o *14,5% par rapport au cours de clôture avant l'annonce de l'Offre (au 22 septembre 2021) ;*
 - o *15,0% par rapport au cours moyen pondéré des 30 derniers jours avant l'annonce de l'Offre ;*
 - o *22,5% par rapport au cours moyen pondéré des 6 derniers mois avant l'annonce de l'Offre.*
- *qu'en cas de Retrait Obligatoire mise en œuvre par l'Initiateur, les actionnaires n'ayant pas apporté leurs actions dans le cadre de l'Offre percevront une indemnisation égale au prix de l'Offre ;*
- *que les détenteurs d'actions gratuites, les détenteurs d'options d'achat qui sont en dehors de la monnaie et ne sont donc pas susceptibles d'être apportées à l'Offre et les salariés du groupe de la Société détenant des actions non disponibles directement au sein du plan d'épargne entreprise, bénéficieront d'un mécanisme de liquidité consistant en des promesses croisées d'achat et de vente entre ces bénéficiaires et l'Initiateur plus amplement décrit dans le Projet de Note d'Information ;*
- *que l'Initiateur se réserve la possibilité de revoir la politique de distribution de dividendes de la Société à l'issue de l'Offre en fonction de l'évolution des capacités distributives de la Société étant précisé que toute modification de la politique de distribution de dividendes sera décidée par le Conseil d'administration conformément à la loi et aux statuts de la Société et en tenant compte des capacités distributives, de la situation financière et des besoins de financement de la Société.*

(iii) *S'agissant de l'intérêt de l'Offre pour les salariés*

Il est constaté :

- *qu'en matière d'emploi, l'Initiateur indique que l'Offre s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité et du développement de la Société et que sa réussite n'aura pas d'incidence particulière sur la politique salariale et de gestion des ressources humaines, ni sur les conditions de travail des salariés ou leur statut collectif ou individuel ;*
- *que l'Initiateur souhaite s'appuyer sur les équipes en place afin de poursuivre le développement et la croissance de la Société ;*

- que l'Initiateur a l'intention, postérieurement à la clôture de l'Offre et sous réserve de son succès, de mettre en place un plan d'incitation à long-terme, selon des termes à définir, au profit de certains mandataires sociaux et/ou salariés du groupe SQLI ;
- que le CSE a été informé du projet d'Offre le 24 septembre 2021 conformément aux dispositions de l'article L. 2312-47 du Code du travail et a émis, le 21 octobre 2021, un avis favorable sur l'Offre.

Compte tenu des éléments ci-dessus et connaissance prise des travaux des conseils et de l'Expert Indépendant, le Comité Ad Hoc, à l'unanimité de ses membres :

- **présente** au Conseil d'administration un projet d'avis motivé figurant ci-dessus ;
- **recommande** au Conseil d'administration de rendre un avis favorable sur l'intérêt de l'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés et de recommander aux actionnaires d'apporter leurs actions à l'Offre.

2. Avis motivé du Conseil d'administration sur l'Offre

Après un échange de vues approfondi, le Conseil d'administration, connaissance prise (i) des termes de l'Offre, (ii) des motifs et intentions de l'Initiateur, et des éléments de valorisation préparés par la banque présentatrice tels que figurant dans le Projet de note d'information, (iii) des éléments de valorisation et d'analyse des accords connexes, à savoir le tender offer agreement et l'accord de liquidité, tels que figurant dans le rapport de l'Expert Indépendant, (iv) du projet d'avis du Comité Ad Hoc et (v) de l'avis du CSE, à l'unanimité des membres du Conseil d'administration présents et représentés participant au vote de la délibération, étant précisé que Dbay Advisors et Surible Topco ont souhaité, compte tenu de la situation de conflit d'intérêts dans laquelle ils se trouvent, ne pas prendre part au présent vote :

- (i) **prend acte** que l'Expert Indépendant, après avoir procédé à une approche multicritère en vue de l'évaluation de la Société, conclut au caractère équitable de l'Offre d'un point de vue financier pour les actionnaires ;
- (ii) **prend acte** que le CSE a rendu un avis favorable sur l'Offre ;
- (iii) **prend acte** que les actions auto-détenues par la Société ne seront pas apportées à l'Offre conformément aux stipulations du Tender Offer Agreement ;
- (iv) **approuve** sans y apporter aucune modification, le projet d'avis motivé tel qu'arrêté par le Comité Ad Hoc ;
- (v) **estime** en conséquence que le projet d'Offre, tel que décrit dans le Projet de Note d'Information, est dans l'intérêt de la Société, des actionnaires, et des salariés et émet, 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 ;
- (vi) **recommande**, en conséquence, aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'Offre ;
- (vii) **approuve** le Projet de Note en Réponse de la Société ;

(viii) **approuve** les termes de l'Avenant au TOA, **donne pouvoir** au Président Directeur Général pour en finaliser les termes définitifs le cas échéant et **autorise** sa signature par le Président Directeur Général au nom de la Société ;

(ix) **autorise**, en tant que de besoin, le Président Directeur Général à :

- 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 ;
- préparer, signer et déposer auprès de l'AMF toute la documentation requise dans le cadre de l'Offre ;
- signer toutes attestations requises dans le cadre de l'Offre ; et
- 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.

8. INTENTIONS DE LA SOCIETE CONCERNANT LES ACTIONS-AUTO-DETENUES

Conformément aux stipulations du Tender Offer Agreement, la Société s'est engagée à ne pas céder ses Actions Auto-Détenues sur le marché et à ne pas les apporter à l'Offre.

9. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEILS D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE

A l'exception des membres du Conseil d'administration représentant DBay Advisors, aucun membre du Conseil d'administration de la Société ne possède d'actions SQLI.

10. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

Le Conseil d'administration de la Société a décidé le 1^{er} octobre 2021, sur recommandation du Comité ad hoc, de nommer le cabinet Finexsi, représenté par Monsieur Olivier Péronnet et Madame Adeline Burnand, en qualité d'expert indépendant dans le cadre des dispositions de de l'article 261-1 I 4° du RGAMF, avec pour mission de préparer un rapport sur les conditions financières de l'Offre en application des articles 261-1 et suivants du RGAMF.

Ce rapport, établi en date du 9 novembre 2021, est reproduit dans son intégralité en **Annexe 1**, et fait partie intégrante de la présente Note en Réponse.

Le 13 décembre 2021, l'Expert Indépendant a transmis à la Société un addendum à son rapport initial répondant notamment aux points soulevés dans le courrier du minoritaire et présentant un complément d'analyse du Tender Offer Agreement et du financement de l'Offre dont les modalités sont présentées à la section 2.14.2 de la Note d'Information.

Cet addendum au rapport, est reproduit dans son intégralité en **Annexe 2**, et fait partir intégrante de la présente Note en Réponse.

A l'exception des commentaires mis à jour dans l'addendum au rapport de l'Expert Indépendant, les autres éléments présentés dans le rapport en **Annexe 1** demeurent et restent valables.

11. ELEMENTS CONCERNANT SQLI SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

11.1. STRUCTURE ET REPARTITION DU CAPITAL DE LA SOCIETE

A la date de la Note en Réponse, le capital social s'élève à 3.691.180 euros et est composé de 4.613.975 actions ordinaires de 0,80 euros de valeur nominale chacune.

A la connaissance de la Société, au 23 novembre 2021, date de dépôt de l'Offre, le capital et les droits de vote théoriques de la Société étaient répartis comme suit:

Actionnaire	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote théoriques*	% de droits de vote théoriques*
Synsion BidCo ⁶	1.319.004	28,6%	1.319.004	26,8%
Otus Capital	464.339	10,1%	464.339	9,4%
Quaero Capital	435.997	9,4%	435.997	8,9%
Fonds Nobel ⁷	232.665	5,0%	232.665	4,7%
Salariés (dont PEE)	102.349	2,2%	184.992	3,8%
Flottant	2.012.167	43,6%	2.233.526	45,4%
Actions autodétenues	47.454	1,0%	47.454	1,0%
Sur un total de	4.613.975	100%	4.917.977	100%

L'Initiateur a acquis, le 7 décembre 2021, 60.575 actions SQLI au Prix d'Offre, conformément aux dispositions de l'article 231-38 IV du RG AMF et détient au résultat de ces acquisitions 1.379.579 actions représentant autant de droits de vote, représentant 29,9% du capital et 28,1% des droits de vote.

A la suite de cette acquisition et à la connaissance de l'Initiateur, le capital et les droits de vote théoriques de la Société sont répartis comme suit au 7 décembre 2021 :

Actionnaire	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote théoriques*	% de droits de vote théoriques*
Synsion BidCo	1.379.579	29,9%	1.379.579	28,1%
Otus Capital	464.339	10,1%	464.339	9,4%
Quaero Capital	435.997	9,4%	435.997	8,9%
Fonds Nobel	260.168	5,6%	260.168	5,3%
Salariés (dont PEE)	102.349	2,2%	184.992	3,8%
Flottant	1.924.089	41,7%	2.145.448	43,6%
Actions autodétenues	47.454	1,0%	47.454	1,0%
Sur un total de	4.613.975	100%	4.917.977	100%

⁶ Suite à l'apport par Surible TopCo Limited à l'Initiateur en date du 22 novembre 2021 de l'ensemble des 1.319.004 actions de la Société alors détenues par Surible TopCo Limited, comme indiqué à la section **Erreur ! Source du renvoi introuvable.**

⁷ Géré par la société Weinberg Capital Partners.

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

A la date de la Note en Réponse, la Société détient 47.454 actions auto-détenues.

A la connaissance de la Société, il existe 25.000 Actions Gratuites et 24.092 Options d'Achat plus amplement décrites aux sections 5.4.1 et 5.4.2 de la présente Note en Réponse.

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.

11.2.DISPOSITIONS DES STATUTS LIMITANT L'EXERCICE DES DROITS DE VOTE ET LES TRANSFERTS D' ACTIONS

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

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

Aucune disposition des articles des statuts ne limite les transferts d'actions.

11.3.PARTICIPATIONS DIRECTES OU INDIRECTES DANS LE CAPITAL DE LA SOCIETE DONT ELLE A CONNAISSANCE EN VERTU DES ARTICLES L.233-7 ET L.233-12 DU CODE DE COMMERCE

Du 1^{er} janvier 2021 à la date de la Note en Réponse, l'AMF et la Société ont reçu les déclarations de franchissement de seuils suivantes :

Actionnaires	Date du franchissement	Nombre d'actions	% du capital social	% des droits de vote	Franchissement de seuil ayant donné lieu à déclaration
Amiral Gestion	28 septembre 2021	232.500	5,04 %	4,71 %	Franchissement en hausse du seuil de 5%
Weinberg Capital Partners	20 septembre 2021	232.665	5,04 %	4,71 %	Franchissement en hausse du seuil de 5%
Synsion BidCo	22 novembre 2021	1.319.004	28,6 %	26,8 %	Franchissement en hausse des seuils de 5%, 10%, 15%, 20% et 25% et des seuils statutaires multiples de 2,5%

Surible TopCo Limited	22 novembre 2021	1.319.004	28,6 %	26,8 %	Franchissement en baisse des seuils de 25%, 20%, 15%, 10%, 5% et des seuils statutaires multiples de 2,5%
-----------------------	------------------	-----------	--------	--------	---

11.4. LISTE DES DETENTEURS DE TOUS TITRES CONFÉRANT DES DROITS DE CONTRÔLES SPÉCIAUX ET DESCRIPTION DES DITS DROITS DE CONTRÔLE

Il n'existe pas de détenteurs de titres comportant des droits de contrôle spéciaux autres que les droits de vote double décrits à l'article 26 des statuts.

Cet article prévoit un droit de vote double pour les actions entièrement libérées pour lesquelles il sera justifié d'une inscription au nominatif depuis trois ans au moins ou pour celles attribuées aux actionnaires en cas d'augmentation de capital par incorporation de réserves, de bénéfices ou de primes d'émission, à raison d'actions anciennes pour lesquelles ils bénéficient de ce droit.

11.5. MÉCANISME DE CONTRÔLE PRÉVU DANS UN ÉVENTUEL SYSTÈME D'ACTIONNARIAT DU PERSONNEL QUAND LES DROITS DE CONTRÔLE NE SONT PAS EXERCÉS PAR CE DERNIER

Néant.

11.6. ACCORDS ENTRE LES ACTIONNAIRES DONT LA SOCIÉTÉ A CONNAISSANCE ET POUVANT ENTRAÎNER DES RESTRICTIONS RELATIVES AUX TRANSFERTS D' ACTIONS ET À L' EXERCICE DES DROITS DE VOTE

En dehors des accords visés à la section 4 ci-dessus et du Tender Offer Agreement visé à la section 2.2 ci-dessus, la Société n'a connaissance d'aucun accord pouvant entraîner des restrictions au transfert des actions ou à l'exercice des droits de vote.

11.7. RÈGLES APPLICABLES À LA NOMINATION ET LE REMPLACEMENT DES MEMBRES DU CONSEIL D' ADMINISTRATION AINSI QUE LA MODIFICATION DES STATUTS DE SQLI

11.7.1. Nomination et remplacement des membres du conseil d'administration

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

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

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

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

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

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

L'administrateur nommé en remplacement d'un autre ne demeure en fonction que pour la durée restant à courir du mandat de son prédécesseur.

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

11.7.2. Modification des statuts

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

11.8. POUVOIRS DU CONSEIL D'ADMINISTRATION, NOTAMMENT CONCERNANT L'EMISSION ET LE RACHAT D'ACTIONS

Le conseil d'administration fixe la stratégie commerciale de la Société et assure sa mise en œuvre.

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

Date de l'assemblée générale	Nature des autorisations	Mandat	Exercice des autorisations	Montant nominal maximum autorisé
24 juin 2021 ⁸	Délégation au Conseil d'administration à l'effet de réduire le capital social par annulation d'actions de la Société qu'elle pourrait être amenée à détenir à la suite notamment d'acquisitions effectuées dans le cadre du programme de rachat d'actions.	18 mois	non	10% du capital social de la Société par périodes de 24 mois
24 juin 2021 ⁹	Délégation de compétence consentie au Conseil d'administration à l'effet d'émettre des actions ordinaires et	26 mois	non	2.000.000 d'euros

⁸ 14^{ème} résolution.

⁹ 15^{ème} résolution.

	des valeurs mobilières donnant accès au capital ou donnant droit à l'attribution de titres de créance, avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires			
24 juin 2021 ¹⁰	Délégation de compétence consentie au Conseil d'administration d'émettre par une offre visée à l'article L.411-2 1° du Code monétaire et financier, des actions ordinaires ou de toutes autres valeurs mobilières donnant accès au capital ou donnant droit à l'attribution de titres de créances de la Société avec suppression du droit préférentiel de souscription.	26 mois	non	2.000.000 d'euros
24 juin 2021 ¹¹	Délégation de compétence consentie au Conseil d'administration d'émettre au profit de catégories de personnes des actions ordinaires ou de toutes autres valeurs mobilières donnant accès au capital ou donnant droit à l'attribution de titres de créance de la Société avec suppression du droit préférentiel de souscription	18 mois	non	2.000.000 d'euros
24 juin 2021 ¹²	Délégation de compétence consentie au Conseil d'administration d'émettre des actions ordinaires ou de toutes autres valeurs mobilières donnant accès au capital, en cas de demandes excédentaires	26 mois	non	15% du montant de l'émission initiale décidée par le Conseil d'administration

¹⁰ 16^{ème} résolution.

¹¹ 17^{ème} résolution.

¹² 18^{ème} résolution.

24 juin 2021 ¹³	Autorisation consentie au Conseil d'administration, en cas d'émission d'actions ordinaires ou de toutes autres valeurs mobilières donnant accès au capital avec suppression du droit préférentiel de souscription, de fixer le prix d'émission selon les modalités fixées par l'Assemblée générale dans la limite de dix pour cent (10 %) du capital social.	26 mois	non	10% du capital social
24 juin 2021 ¹⁴	Délégation au Conseil d'administration des pouvoirs nécessaires à l'effet d'émettre des actions ordinaires et des valeurs mobilières donnant accès au capital ou donnant droit à l'attribution de titres de créance, sans droit préférentiel de souscription des actionnaires, en vue de rémunérer des apports en nature consentis à la Société et constitués de titres de capital ou de valeurs mobilières donnant accès au capital	26 mois	non	10% du capital de la Société au jour de la décision du Conseil.
24 juin 2021 ¹⁵	Délégation de compétence donnée au Conseil d'administration de consentir des options de souscription d'actions	38 mois	non	5% du capital social au jour de la décision du Conseil d'administration
24 juin 2021 ¹⁶	Délégation de compétence donnée au Conseil d'administration de consentir des options d'achat d'actions	38 mois	non	5% du capital social au jour de la décision du Conseil d'administration
24 juin 2021 ¹⁷	Autorisation au Conseil d'administration de procéder à l'attribution gratuite d'actions existantes ou à émettre, emportant dans ce dernier cas, renonciation des actionnaires à leur droit préférentiel de souscription	38 mois	non	5 % du capital social au jour de la décision du Conseil d'administration

¹³ 19^{ème} résolution.

¹⁴ 20^{ème} résolution.

¹⁵ 21^{ème} résolution.

¹⁶ 22^{ème} résolution.

¹⁷ 23^{ème} résolution.

24 juin 2021 ¹⁸	Délégation de compétence au Conseil d'administration pour réaliser une augmentation de capital dans les conditions prévues aux articles L.3332-18 et suivants du Code du travail.	26 mois	non	3% du capital social
----------------------------	---	---------	-----	----------------------

11.9. ACCORDS QUI SERONT MODIFIES OU RESILIES EN CAS DE CHANGEMENT DE CONTROLE DE SQLI, SAUF SI CETTE DIVULGATION, A L'EXCEPTION DES OBLIGATIONS LEGALES RELATIVES A LA DIVULGATION, DOIT PORTER ATTEINTE DE MANIERE SUBSTANTIELLE AUX INTERETS DE LA SOCIETE

À la connaissance de la Société, certains accords commerciaux conclus par la Société contiennent des clauses standard de changement de contrôle de la Société. La Société n'anticipe cependant pas qu'elles soient mises en œuvre à l'occasion de l'Offre.

11.10. ACCORDS AU REGARD DE LA REMUNERATION DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION ET DES EMPLOYES DANS L'EVENTUALITE DE LEUR DEMISSION OU LICENCIEMENT SANS RAISONS MATERIELLES OU DE CESSATION DE LEUR EMPLOI A LA SUITE DE L'OFFRE

À la connaissance de la Société, il n'existe aucun accord concernant la rémunération des membres du conseil d'administration et des employés dans le cas où ils démissionneraient ou seraient licenciés sans raisons substantielles ou si, dans le contexte de l'Offre, leur emploi était terminé.

11.11. MESURES SUSCEPTIBLES DE FAIRE ECHOUER L'OFFRE QUE LA SOCIETE A MISES EN ŒUVRE OU DECIDE 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.

12. MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE

La Note en Réponse établie par SQLI est disponible sur les sites Internet de la Société (www.sqli.com) et de l'AMF (www.amf-france.org) et peuvent être obtenus sans frais au siège social de la société SQLI sis 166, rue Jules Guesde – 92300 Levallois-Perret.

Conformément à l'article 231-28 du RGAMF, le document d'information relatif aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables, de SQLI sera déposé auprès de l'AMF et mis à la disposition du public, selon les mêmes modalités, au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre.

Un communiqué de presse sera publié au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre aux fins d'informer le public de la mise à disposition de ces documents.

¹⁸ 24^{ème} résolution.

13. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPOSE

« A 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 Philippe Donche-Gay
Agissant en qualité de Président-Directeur Général de SQLI

ANNEXE 1 – RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT



**SQLI
DIGITAL
EXPERIENCE**

ATTESTATION D'EQUITE

Offre Publique d'Achat suivie le cas échéant d'un
Retrait Obligatoire , initiée par SYNSION BIDCO sur les
actions de SQLI

9 novembre 2021



Sommaire

1 Présentation de l'Opération	5
1.1 Sociétés concernées par l'Opération.....	5
1.1.1 Présentation de la société initiatrice.....	5
1.1.2 Présentation de la société objet de l'Offre.....	5
1.2 Présentation de l'Offre.....	5
1.2.1 Contexte et motifs de l'Offre.....	6
1.2.2 Caractéristiques de l'Offre.....	7
1.2.3 Intentions de l'Initiateur sur les douze prochains mois.....	8
1.2.4 Accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre	11
2 Déclaration d'Indépendance	13
3 Diligences effectuées	13
4 Présentation des activités et de l'environnement économique de SQLI	15
4.1 Présentation de la Société SQLI.....	15
4.1.1 Rappel de l'histoire.....	15
4.1.2 Actionariat et structure organisationnelle.....	17
4.2 Présentation des activités de SQLI.....	19
4.2.1 Activités du groupe SQLI.....	20
4.2.2 La présence géographique de SQLI.....	23
4.3 Caractéristiques de l'environnement opérationnel de SQLI.....	26
4.3.1 Présentation du marché des services numériques.....	26
4.3.1 Eléments structurants du marché.....	30
4.3.2 Tendances du marché et impact de la crise de la Covid-19.....	32
4.4 Analyse financière de SQLI.....	34
4.4.1 Compte de résultat du Groupe sur la période 2017-2020.....	35
4.4.2 Bilan du Groupe sur la période 2017 - 2020.....	39
4.4.3 Flux de trésorerie du Groupe sur la période 2017-2021.....	41
4.5 Matrice SWOT.....	43
5 Evaluation des actions de la société SQLI	44

5	Evaluation des actions de la société SQLI	47
5.1	Méthodes d'évaluation écartées	47
5.1.1	Actif net comptable consolidé	47
5.1.2	Actif net comptable réévalué	48
5.1.3	Actualisation des dividendes futurs	48
5.2	Méthodes d'évaluation retenues	49
5.3	Données de référence de la société SQLI	49
5.3.1	Nombre de titres retenus	49
5.3.2	Dette financière nette	50
5.4	Mise en œuvre de la valorisation SQLI	52
5.4.1	Analyse du cours de bourse de SQLI (à titre principal)	52
5.4.2	Analyse des transactions récentes intervenues sur le capital de SQLI (à titre principal)	58
5.4.3	L'actualisation de flux de trésorerie prévisionnels (à titre principal)	58
5.4.4	Méthode des comparables boursiers (à titre secondaire)	62
5.4.5	Méthode des transactions comparables (à titre secondaire)	68
5.4.6	Objectif de cours des analystes (à titre secondaire)	71
6	Analyse des éléments d'appréciation du prix établi par l'Etablissement	74
	Présentateur	74
6.1	Choix des critères d'évaluation	75
6.2	Mise en œuvre des différentes méthodes de valorisation	75
6.2.1	Données de références	75
6.2.2	L'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels	76
6.2.3	Analyse du cours de bourse	77
6.2.4	Analyse des transactions récentes intervenues sur le capital de SQLI	77
6.2.5	Méthode des comparables boursiers	77
6.2.6	Méthode des transactions comparables	78
6.2.7	Objectif de cours des analystes	78
7	Analyse des accords connexes à l'Offre	79
7.1	Engagement d'apport	79
7.2	Mécanismes de liquidité	79
8	Synthèse de nos travaux et appréciation sur le caractère équitable du prix d'Offre	81
8.1	Synthèse de nos travaux d'évaluation	81
8.2	Conclusion	82
9	Annexes	83



Contexte de l'Offre

Le groupe SQLI (ci-après « SQLI », le « Groupe », ou « la Société ») est un groupe européen de services digitaux qui accompagne les grandes marques internationales dans la création de valeur par le Digital. Le Groupe est classé dans le Top 50 des entreprises de services du numérique (ESN) en 2020.

Le Groupe dispose d'un réseau d'agences locales lui permettant de couvrir 13 pays (dont 10 en Europe), emploie plus de 2.000 employés et entend accélérer l'intégration à l'international autour de sa marque.

SQLI est cotée en bourse sur le compartiment C du marché réglementé Euronext Paris depuis le 21 juillet 2000.

La société DBAY ADVISORS, société de gestion internationale basée à l'Île de Man qui détient des participations dans des sociétés européennes de croissance, est montée au capital de SQLI en décembre 2019 en rachetant notamment, *via* sa filiale SURIBLE TOPCO, les participations de deux actionnaires : le fonds Nobel (9,85%) et Amar Family Office (11,98%), au prix de 28€ par action.

DBAY ADVISORS est actuellement l'actionnaire de référence de la Société, avec 28,6% du capital de la Société.

DBAY ADVISORS a annoncé le 23 septembre 2021 son intention de lancer une Offre Publique d'Achat (OPA) sur les titres SQLI non encore détenus, au prix de 30€ par action, augmenté d'un complément de prix potentiel de 0,25€ par action si le seuil de mise en œuvre du retrait obligatoire de 90% est atteint à l'issue de l'offre. SQLI et DBAY ADVISORS ont signé un accord (*Tender Offer Agreement*) qui définit les termes et conditions de l'acquisition envisagée des actions SQLI.

À la suite de la conclusion d'un engagement d'apport à l'OPA par un actionnaire représentant 9,4% du capital social, DBAY ADVISORS a annoncé le 11 octobre 2021 que le prix l'offre en numéraire proposé pour l'acquisition des actions SQLI qu'il ne détient pas encore avait été porté à 31€ par action (ci-après « l'Offre » ou « l'Opération ») et qu'aucun complément de prix ne serait versé dans le cadre de l'éventuelle mise en œuvre d'un retrait obligatoire.

Dans ce contexte, nous avons été désignés par le Conseil d'administration de SQLI du 1^{er} octobre 2021, sur avis du comité *ad hoc* composé de trois administratrices indépendantes de la Société, en qualité d'expert indépendant afin d'apprécier le caractère équitable des conditions financières de l'Offre. Cette nomination a été effectuée sur le fondement des articles 261-1-I 4° du Règlement général de l'AMF.

Pour accomplir notre mission, nous avons utilisé les documents publics et les informations qui nous ont été transmises par SQLI et ses conseils. Ces documents 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 ont été communiqués.



1 Présentation de l'Opération

1.1 Sociétés concernées par l'Opération

1.1.1 Présentation de la société initiatrice

SYNSION BIDCO (ci-après « l'Initiateur ») est une société par actions simplifiée immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés sous le numéro 903 881 373, et dont le siège social est situé à 95, rue la Boétie à Paris (75008).

SYNSION BIDCO est une filiale à 100% du groupe DBAY ADVISORS, créée spécifiquement pour les besoins de l'Opération.

DBAY ADVISORS est une société de gestion d'actifs créée en 2008 investissant dans des entreprises *small caps* européennes.

1.1.2 Présentation de la société objet de l'Offre

Créé en 1990, SQLI est un groupe européen de services dédiés au monde du digital, employant près de 2.100 collaborateurs répartis dans 13 pays.

SQLI est une Société anonyme de droit français immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Nanterre, sous le numéro 353 861 909. Son siège social est situé 166 rue Jules Guesde à Levallois-Perret (92300).

Les actions de SQLI sont admises aux négociations sur le compartiment C d'Euronext Paris depuis le 21 juillet 2000 (code ISIN FR0011289040).

Au 31 décembre 2020, le capital social de SQLI s'élevait à 3.691.180€ et était composé de 4 613 975 actions d'une valeur nominale de 0,80€, toutes de même catégorie.

La répartition du capital et des droits de vote de SQLI est présentée au §4.1.2

1.2 Présentation de l'Offre

Les informations suivantes concernant les titres visés par l'Offre, le contexte et les motifs de l'opération sont issues du projet de note d'information établie par l'Initiateur en date du 5 novembre 2021 (le « Projet de Note d'Information ») à laquelle il convient de se référer.





1.2.1 Contexte et motifs de l'Offre

L'offre est présentée comme suit dans le projet de note d'information du 27 octobre 2021 établi par la société SYNSION BIDCO :

« [...] Depuis sa création en 1990, SQLI aide les entreprises et les marques à construire et gérer l'expérience client digitale dans le contexte de la transformation digitale de leur entreprise [...].

La Société a été introduite en bourse sur le marché réglementé Euronext Paris en 2000 et a depuis poursuivi sa croissance avec l'acquisition de nombreuses sociétés, notamment à l'international, pour devenir un groupe d'une dimension significative. La Société a réalisé au cours de l'exercice clos le 31 décembre 2020 un chiffre d'affaires consolidé de 213,7 millions d'euros.

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

DBAY ADVISORS a acquis en 2019 à travers la société SURIBLE TOPCO LIMITED, contrôlée par un fonds d'investissement géré par des entités elles-mêmes contrôlées par DBAY ADVISORS, une participation substantielle dans le capital de la Société. DBAY ADVISORS est devenu ainsi actionnaire de référence de la Société, convaincu du business model de la Société, de son positionnement sur un segment à forte croissance et de son portefeuille de clients de premier ordre.

Depuis son entrée au capital, DBAY ADVISORS a su parfaire sa compréhension de la Société et partage l'ambition de l'équipe dirigeante visant à faire de la Société le leader européen indépendant de l'expérience digitale et du eCommerce, reconnu par les grandes marques internationales.

Par le biais de l'Initiateur, DBAY ADVISORS souhaite désormais consolider sa position d'actionnaire de référence et ainsi faire bénéficier la Société du soutien et de la stabilité d'un actionnaire de contrôle.

A la date du présent Projet de Note d'Information, l'Initiateur détient 1.319.004 actions SQLI représentant autant de droits de vote, soit une participation de [28,6] % du capital et [26,7] % des droits de vote théoriques de la Société¹⁹.

Si les résultats de l'Offre le permettent, l'Initiateur envisage comme indiqué à la Section 1.2.6 de mettre en œuvre un retrait obligatoire, afin d'alléger la Société des contraintes liées à la cotation.

Par lettre en date du 17 septembre 2021, DBAY ADVISORS a communiqué au Conseil d'administration de la Société une lettre d'offre engageante présentant sa volonté de déposer le projet d'Offre auprès de l'AMF par l'intermédiaire d'un véhicule d'acquisition dédié.

[...] Le Conseil d'administration de la Société a décidé le 1er octobre 2021, sur recommandation du comité ad hoc, de nommer le cabinet FINEXSI, représenté par Monsieur Olivier Péronnet et Madame Adeline Burnand, en qualité d'expert indépendant dans le cadre des dispositions de l'article 261-1 I 4° du RGAMF, avec pour mission de préparer un rapport sur les conditions financières de l'Offre en application des articles 261-1 et suivants du RGAMF ».

¹⁹ Sur la base d'un nombre total de [4.613.975] actions et de [4.937.841] droits de vote théoriques de la Société (information au [22 septembre 2021]). Conformément à l'article 223-11 du RGAMF, le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de toutes les actions auxquelles sont rattachés des droits de vote, en ce compris les actions dépourvues de droit de vote.



1.2.2 Caractéristiques de l'Offre

1.2.2.1 Principaux termes de l'Offre

« En application des dispositions de l'article 231-13 du RGAMF, l'Établissement Présentateur, agissant pour le compte de l'Initiateur, a déposé le projet d'Offre auprès de l'AMF le [•] novembre 2021. L'AMF publiera un avis de dépôt concernant l'Offre sur son site internet (www.amf-france.org).

L'Offre revêt un caractère volontaire et sera réalisée selon la procédure normale régie par les articles 232-1 et suivants du RGAMF.

L'Initiateur s'engage irrévocablement à acquérir auprès des actionnaires de la Société toutes les actions visées par l'Offre et qui seront apportées à l'Offre, au prix de trente-et-un euros (31€) par action SQLI, payable uniquement en numéraire, pendant une période de 25 jours de négociation, sauf réouverture par l'AMF conformément à l'article 232-4 du RGAMF.

Mediobanca Banca di Credito Finanziario S.p.A garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du RGAMF ».

1.2.2.2 Ajustement des termes de l'Offre

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

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

1.2.2.3 Nombre d'actions susceptibles d'être apportées à l'offre

« L'Offre porte sur la totalité des actions SQLI existantes non détenues, directement ou indirectement, seul ou de concert, par l'Initiateur, à l'exclusion :

1. Des 1.319.004 actions détenues par l'Initiateur ;
2. De [23.781] actions SQLI auto-détenues par la Société, correspondant aux [47.873] actions SQLI auto-détenues par la Société que la Société s'est engagée à ne pas apporter à l'Offre, sous déduction des actions susceptibles d'être transférées aux bénéficiaires à raison de l'exercice des Options d'Achat n'ayant pas fait l'objet d'un engagement de non-apport à l'Offre, soit, à la connaissance de l'Initiateur, un maximum de [24.092] actions auto-détenues SQLI, étant toutefois précisé que l'ensemble des Options d'Achat sont en dehors de la monnaie (leur prix d'exercice étant supérieur au prix de l'Offre) et ne sont donc pas susceptible d'être apportées à l'Offre ; et
3. Des [5.152] Actions en PEE Non Disponibles, dont le délai d'indisponibilité minimum de cinq ans prévus par l'article L. 3332-25 du Code du travail et dont la période de conservation n'expirera pas avant la date de clôture de l'Offre ;

soit, à la date du Projet de Note d'Information et à la connaissance de l'Initiateur, un nombre total maximum de [3.266.038] actions de la Société [...].

A la connaissance de l'Initiateur, le Président Directeur Général de la Société, agissant sur délégations du Conseil d'administration de la Société des 29 janvier et 5 mars 2021 au titre de l'autorisation de l'assemblée générale de la Société du 25 juin 2020, a procédé à l'attribution gratuite de 25.000 Actions Gratuites par décisions du 8 mars 2021, 26 mai 2021 et 23 août 2021.

Sous réserve des cas exceptionnels de levée des indisponibilités prévues par les dispositions légales ou réglementaires applicables (décès ou invalidité du bénéficiaire), ces 25.000 Actions Gratuites seront encore en période d'acquisition à la date de clôture de l'Offre (ou, le cas échéant, la date clôture de l'Offre Réouverte), et ne pourront donc pas être apportées à l'Offre.

Il sera proposé aux détenteurs d'Actions Gratuites, aux détenteurs d'Options d'Achat (qui sont en dehors de la monnaie et ne sont donc pas susceptibles d'être apportées à l'Offre) et aux détenteurs d'Actions en PEE Non Disponibles, un mécanisme de liquidité selon les termes décrits à la section 1.3.1 ci-dessus.

À la connaissance de l'Initiateur, il n'existe pas d'autres titres de capital ou instruments financiers pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de SQLI [...].

1.2.3 Intentions de l'Initiateur sur les douze prochains mois

1.2.3.1 Intentions relatives à la politique industrielle, commerciale et financière

« L'Initiateur a l'intention, avec le soutien apporté par DBAY Advisors, de soutenir le développement de la Société et de poursuivre les principales orientations stratégiques mises en œuvre par la Société. L'Initiateur n'a pas l'intention de modifier, en cas de suite positive de l'Offre, le modèle opérationnel de la Société, en dehors de l'évolution normale de l'activité.

L'Initiateur envisage de contribuer à la croissance du groupe SQLI tant par la croissance organique que par croissance externe, en mettant en particulier à disposition l'expertise et les ressources du groupe DBAY ADVISORS ».



1.2.3.2 Intentions en matière d'emploi

« L'Offre s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité et du développement de la Société et sa réussite n'aurait pas d'incidence particulière sur la politique salariale et de gestion des ressources humaines, ni sur les conditions de travail des salariés ou leur statut collectif ou individuel.

L'objectif de la Société serait de s'appuyer sur les équipes en place afin de poursuivre le développement et la croissance de la société SQLI SA.

Par ailleurs, l'Initiateur a l'intention, postérieurement à la clôture de l'Offre et sous réserve de son succès, de mettre en place un plan d'incitation à long-terme, selon des termes à définir, au profit de certains mandataires sociaux et/ou salariés du groupe SQLI ».

1.2.3.3 Composition des organes sociaux et direction de la société

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

- Monsieur Philippe Donche-Gay (Président-Directeur Général) ;
- Monsieur Hervé de Beublain* ;
- Brand & Retail, représentée par Madame Nathalie Mesny* ;
- Madame Véronique Reille Soult de Dalmatie* ;
- Madame Ariel Steinmann* ;
- Surible TopCo, représentée par Monsieur Diederik Vos ;
- DBAY Advisors, représentée par Monsieur Itay Sensagir ; et
- Monsieur Jérôme Abergel (administrateur représentant les salariés).

* Administrateurs indépendants

La direction générale de la Société est assurée par Monsieur Philippe Donche-Gay, également Président du Conseil d'administration.

Sous réserve de la suite positive de l'Offre, la composition du Conseil d'administration sera modifiée pour refléter le nouvel actionnariat de la Société. Par ailleurs, la direction de la Société continuera à être assurée par Monsieur Philippe Donche-Gay en qualité de président-directeur général de la Société.


L'Initiateur prévoit, dans l'hypothèse où les actions de la Société resteraient cotées à l'issue de la réalisation de l'Offre, que la Société continue à se référer au Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées publié par MIDDLENEXT, lequel prévoit la désignation d'au moins deux administrateurs indépendants au Conseil d'administration ».

1.2.3.4 Synergies

« L'Initiateur entend soutenir le développement stratégique de la Société.

[...]





L'Initiateur ayant principalement une activité de holding, l'Initiateur n'anticipe pas de synergie significative (de coûts ou de revenus) dont pourrait bénéficier la Société ou l'Initiateur.

Dans l'hypothèse où une procédure de retrait obligatoire serait mise en œuvre à l'issue de l'Offre, l'opération pourrait conduire à l'économie des coûts liés à la cotation ».

1.2.3.5 Intentions concernant une éventuelle fusion

« Il n'est pas envisagé de procéder à une fusion entre l'Initiateur et la Société à l'issue de l'Offre ».

1.2.3.6 Intentions concernant un retrait obligatoire à l'issue de l'offre – Radiation

« Dans l'hypothèse où les conditions légales seraient réunies, l'Initiateur a l'intention de mettre en œuvre un retrait obligatoire à l'issue de l'Offre dans les conditions requises par la réglementation applicable.

Dans le cas où le nombre d'actions de la Société non présentées à l'Offre par les actionnaires minoritaires de la Société ne représenterait 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, l'Initiateur a l'intention de demander à l'AMF la mise en œuvre, en application des articles 232-4 et 237-1 et suivants du RGAMF, dans un délai de dix (10) jours de négociation à compter de la publication du résultat de l'Offre ou, le cas échéant, dans un délai de trois (3) mois à l'issue de la clôture de l'Offre Réouverte, d'une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les actions SQLI non apportées à l'Offre.

Dans un tel cas, le retrait obligatoire porterait sur les actions de la Société autres que celles détenues directement ou indirectement par l'Initiateur ou les sociétés contrôlées par DBAY ADVISORS (en ce compris le cas échéant, les actions SQLI pour lesquelles des accords de liquidité auront été conclus et qui seront assimilées aux actions SQLI détenues par l'Initiateur) et les actions auto-détenues par la Société. Il sera effectué moyennant une indemnisation égale au Prix d'Offre, étant précisé que cette procédure de retrait obligatoire entraînera la radiation des actions de la Société du marché Euronext Paris ».

1.2.3.7 Politique de distribution de dividendes de la Société

« Il est rappelé que la Société n'a pas distribué de dividendes depuis 2016.

L'Initiateur se réserve la possibilité de revoir la politique de distribution de dividendes de la Société à l'issue de l'Offre en fonction de l'évolution des capacités distributives de la Société. Il est rappelé que toute modification de la politique de distribution de dividendes sera décidée par le Conseil d'administration conformément à la loi et aux statuts de la Société et en tenant compte des capacités distributives, de la situation financière et des besoins de financement de la Société ».

1.2.4 Accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre

« À l'exception du tender offer agreement décrit à la section 1.1.1 du Projet de Note d'Information, les accords pouvant avoir un impact significatif sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre sont décrits ci-dessous ».

1.2.4.1 Mécanisme de liquidité

« L'Initiateur a offert aux titulaires d'Actions Gratuites, d'Options d'Achat et d'Actions en PEE Non Disponibles le bénéfice d'un mécanisme de liquidité consistant en des promesses croisées d'achat et de vente entre ces bénéficiaires (les « **Bénéficiaires** ») et l'Initiateur sur les Actions Gratuites, actions SQLI susceptibles d'être versées aux bénéficiaires d'Options d'Achat à raison de leur exercice ou Actions en PEE Non Disponibles (ensemble, les « **Actions Non Disponibles** »). Ainsi, il a été proposé aux titulaires des Actions Non Disponibles de conclure un contrat de liquidité (le « **Contrat de Liquidité** »).

Aux termes de ce Contrat de Liquidité, chaque Bénéficiaire concerné consent à l'Initiateur une promesse de vente sur les Actions Non Disponibles, exerçable à compter de la Date de Départ des Promesses (tel que ce terme est défini ci-dessous), suivie d'une promesse d'achat consentie par l'Initiateur aux Bénéficiaires concernés sur les Actions Non Disponibles, exerçable à compter de la fin de la période d'exercice de la promesse de vente, et à défaut d'exercice de celle-ci.

Les promesses de vente et d'achat pourront être exercées dans l'hypothèse où un Défaut de Liquidité (tel que ce terme est défini ci-dessous) serait constaté.


La « **Date de Départ des Promesses** » interviendra :

1. À l'expiration de la période durant laquelle les Actions Gratuites et Actions en PEE ne peuvent être cédées en vertu des plans d'Actions Gratuites ou conformément à la réglementation applicable (notamment L. 227-197-1 à L. 225-197-5 du Code de commerce et L. 3332-25 du Code du travail) ; et
2. Concernant les Options d'Achat, après notification par le Bénéficiaire concerné de l'exercice de ses Options d'Achat.

Le « **Défaut de Liquidité** » correspondra aux cas suivants :

1. Les actions SQLI ne sont plus admises aux négociations sur un marché réglementé ;
2. Le volume journalier des opérations sur actions SQLI sur le dernier mois est inférieur ou égal à 0,05% du capital social de SQLI ; et
3. Le flottant de la Société est inférieur ou égal à 30% du capital de la Société, sans tenir compte des actionnaires détenant plus de 3,5% du capital de la Société ainsi que de toute action ordinaire en circulation par SQLI ou ses filiales.

En cas d'exercice de ces promesses de vente et d'achat, le prix de cession des Actions Non Disponibles sera déterminé en cohérence avec le Prix de l'Offre, sur la base d'une formule prenant en compte le multiple induit par le Prix de l'Offre appliqué à l'EBITDA des 12 mois précédant le 30 juin de l'année concernée en cas d'exercice postérieur à l'approbation des comptes semestriels,



ou l'EBITDA des derniers comptes annuels consolidés audités en cas d'exercice avant l'approbation des comptes semestriels, ainsi que la dette financière nette.

Par ailleurs, aux termes du Contrat de Liquidité, les bénéficiaires des Options d'Achat s'engagent à ne pas exercer leurs Options d'Achat pendant la période d'Offre (en ce compris l'Offre Réouverte) et par conséquent ne pas apporter à l'Offre (en ce compris l'Offre Réouverte) les actions SQLI sous-jacentes aux Options d'Achat ».

1.2.4.2 Les engagements d'apport de certains actionnaires de la société

« Le 10 octobre 2021, l'Initiateur a conclu un engagement d'apport avec Quaero Capital SA, qui s'est engagée à apporter à l'Offre les 435.997 actions SQLI, représentant 9,4% du capital de la Société, détenues par les fonds gérés par Quaero Capital SA.

Au titre de cet engagement d'apport, Quaero Capital SA s'est également engagée à ne pas transférer de quelque manière que ce soit les actions SQLI faisant l'objet de l'engagement d'apport, sauf à ce que le cessionnaire des actions SQLI détenues par Quaero Capital SA adhère à l'engagement d'apport conclu entre Quaero Capital SA et l'Initiateur.

Cet engagement d'apport est nul en cas de dépôt par un tiers d'une offre publique concurrente à un prix plus élevé que l'Offre et déclarée conforme par l'AMF et à défaut d'offre de surenchère déposée par l'Initiateur. Il s'appliquera de plein droit à une éventuelle offre en surenchère déposée par l'Initiateur et déclarée conforme par l'AMF ».



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 ;
- Adhèrent 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.

3 Diligences effectuées

Nous présentons ci-après les principales diligences (dont le contenu détaillé figure en Annexe) que nous avons mises en œuvre dans le cadre de l'appréciation du caractère équitable des termes de l'Offre :

- La prise de connaissance détaillée de l'Opération envisagée, de ses modalités et du contexte spécifique dans lequel elle se situe ;
- L'analyse des risques et opportunités identifiés pour SQLI, susceptibles d'affecter sa valorisation, dont la synthèse est présentée sous la forme de matrice SWOT ;
- L'analyse des comptes et du plan d'affaires de SQLI avec le management opérationnel, intégrant l'identification des hypothèses clés considérées et l'appréciation de leur pertinence ;
- La mise en œuvre d'une évaluation multicritères du Groupe et d'analyses de sensibilité sur les hypothèses structurantes de valorisation ;
- L'analyse critique et indépendante du rapport d'évaluation préparé par l'établissement présentateur (ci-après « l'Etablissement Présentateur ») de l'Offre ;
- L'analyse des accords et opérations connexes susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix de l'Offre ;
- L'établissement d'un rapport présenté sous forme d'une attestation d'équité, exposant les travaux d'évaluation des actions SQLI 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, 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.

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. Ces échanges ont principalement porté sur :

- Le contexte et les modalités de l'Opération ;
- L'activité de SQLI, son évolution et ses perspectives de développement à moyen et long terme ;
- Les méthodes d'évaluation mises en œuvre par l'Etablissement Présentateur, MEDIOBANCA.

Nous avons procédé à l'appréciation des hypothèses économiques sur lesquelles se basent les données prévisionnelles sous-tendant le plan d'affaires de SQLI afin de mettre en œuvre une approche fondée sur l'actualisation de ces flux.

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

Enfin, nous avons pris connaissance des travaux de l'Etablissement Présentateur, tels que présentés dans le rapport d'appréciation du prix d'Offre et résumés dans le projet de note d'information. Nous avons dans ce cadre tenu plusieurs réunions de travail avec les représentants de l'Etablissement Présentateur.

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



4 Présentation des activités et de l'environnement économique de SQLI

4.1 Présentation de la Société SQLI

4.1.1 Rappel de l'historique

Figure 1 - Historique de la Société SQLI



Sources : Documents d'enregistrement universel de SQLI et analyses FINEXSI

Lors de sa création en 1990, SQLI s'est donné pour mission d'accompagner les entreprises de tous secteurs d'activité dans l'utilisation et la mise en œuvre des nouvelles technologies. En 1995, la Société dirige son activité vers les technologies internet afin d'anticiper les évolutions technologiques majeures de l'époque et en 1998, elle crée une agence web intégrée.


En 2002, une nouvelle équipe de direction est mise en place et la Société devient le premier acteur des services numériques en France à obtenir la certification CMMI²⁰. La Société poursuit ainsi son développement, crée son premier centre offshore au Maroc en 2003 et complète plusieurs acquisitions entre 2005 et 2009, qui lui permettent d'atteindre une taille significative et une présence internationale, en France, en Belgique, au Maroc et en Suisse.

À partir de 2009, le Groupe se recentre sur le digital à la suite de l'arrivée d'une nouvelle direction qui aspire à rationaliser son fonctionnement. Les agences ou filiales ne pouvant atteindre leurs objectifs de taille et de croissance sont cédées ou fermées.

Dans ce contexte, le Groupe continue ses acquisitions au sein de l'axe Digital et cède ses branches d'activités périphériques.

Entre 2013 et 2016, le Groupe lance un nouveau plan stratégique (*Plan Ambition 2016*) qui a pour objectif d'orienter la croissance du Groupe vers le marketing digital et les activités e-business, qui constituent le cœur d'expertise de SQLI. Les leviers de performance identifiés sont l'accélération

²⁰ Le CMMI (*Capability Maturity Model Integration*) est une approche interdisciplinaire d'ingénierie des systèmes couvrant les compétences, processus techniques et managériaux permettant de transformer des besoins utilisateurs en un produit technique.



de l'industrialisation des technologies digitales (Pôle *Digital Technologies*) et la création d'un pôle digital commerce unifié (Pôle *Digital Commerce*).

Parallèlement à sa réorganisation, SQLI accélère son développement à l'international en concluant plusieurs acquisitions au Royaume-Uni, en Afrique du Sud, en Suède, aux Pays-Bas, en Allemagne, en Belgique et en Espagne.

En juin 2016, SQLI lance son Plan *Move Up 2020*, avec pour ambition de devenir le partenaire de référence des grandes marques qui ont fait le choix du digital et de l'expérience client. SQLI a dressé une liste de secteurs stratégiques à haut potentiel parmi lesquels la Banque/Assurance, les Biens de consommations, le Luxe et les *Smart Utilities*. En poursuivant son recentrage sur les projets à forte valeur ajoutée et en accélérant son désengagement des projets non stratégiques (assistance technique en régie, acteurs locaux) à faible rentabilité, le plan vise une croissance de chiffre d'affaires annuelle moyenne supérieure à 10% et une marge d'EBITDA supérieure à 12% à l'issu du plan.

Le Groupe réalise plusieurs acquisitions ciblées en Europe :

- STAR REPUBLIC en mai 2017. Présente sur la zone Nordique avec deux bureaux en Suède, STAR REPUBLIC est spécialiste des solutions e-commerce et des plateformes web et mobile pour les secteurs stratégiques suivants : Retail, Banques, Santé et Grande Consommation. La société, qui compte 70 collaborateurs et réalise un chiffre d'affaires de plus de 7 M€ a connu une croissance de plus de 30% par an sur les 4 dernières années ;
- OSUDIO en septembre 2017. Agence digitale principalement présente aux Pays-Bas, en Allemagne et en Belgique, OSUDIO réalisait un chiffre d'affaires de 18 M€ et une marge d'EBITDA supérieure à 15%.

En 2019, SQLI lance un nouveau plan stratégique (*One Force 2022*) et veut s'imposer durablement comme un groupe européen de services dédiés au monde du digital, selon un modèle de spécialiste des technologies et du commerce. Ainsi, elle structure son offre autour de deux pôles d'activités « *Digital & Technology* » et « *Commerce & Experience* ».

En mars 2020, l'acquisition de REDBOX DIGITAL, agence e-commerce de 80 personnes établie en Angleterre, et réalisant un chiffre d'affaires de 7,3 M€ et une profitabilité opérationnelle à deux chiffres, vient renforcer l'exposition du Groupe sur son pôle d'activités « *Commerce & Experience* ».

La nouvelle gouvernance mise en place à compter du second semestre 2019 s'appuie désormais sur une organisation France et international orientée clients par pays avec une offre globale simplifiée autour de l'expérience clients et collaborateurs. Celle-ci permet d'intégrer les acquisitions réalisées entre 2017 et 2020 et de partager les compétences.

Au 31 décembre 2020, le Groupe SQLI comptait près de 2.100 salariés, présents dans 13 pays, et a réalisé un chiffre d'affaires de 213,7 M€.

4.1.2 Actionnariat et structure organisationnelle

Actionnariat de SQLI

Au 31 décembre 2020, l'actionnariat de SQLI se présente comme suit :



Tableau 1 - Actionnariat de la Société SQLI AU 31 décembre 2020

Détail de l'actionnariat au 31/12/2020	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote	% des droits de vote
DBAY Advisors Limited (1)	1 319 004	28,59 %	1 319 004	27,07 %
Otus Capital	490 544	10,63 %	490 544	10,07 %
Quaero Capital	433 497	9,40 %	433 497	8,90 %
Actionnariat salarié (PPE)	109 438	2,37 %	197 805	4,06 %
Autocontrôle	73 555	1,59 %	-	-
Flottant	2 187 937	47,42 %	2 431 787	49,91 %
Total	4 613 975	100,00 %	4 872 637	100,00 %

(1) via sa filiale Surible TopCo Limited

Sources : Document d'enregistrement universel de SQLI et analyses Finexsi



Organigramme du groupe SQLI au 31 décembre 2020

La structure juridique sur laquelle s'appuient les activités de SQLI est présentée ci-après :

Figure 2 - Organigramme de la Société SQLI au 31 décembre 2020



Sources : Document d'enregistrement universel de SQLI et analyses FINEXSI

Les pourcentages de détention de OSUDIO HOLDING BV, STAR REPUBLIC AB et REDBOX DIGITAL LTD sont de 90,63%, 95,9% et 60% respectivement au 31 décembre 2020. SQLI dispose d'options d'achat lui permettant d'accéder à 100% du capital d'ici 2021 pour les deux premières²¹ et d'ici 2023 pour REDBOX DIGITAL LTD.

²¹ Les options d'achat des actions OSUDIO HOLDING BV et STAR REPUBLIC AB ont été payées en juillet et août 2021. A date, SQLI détient donc 100% du capital de ces sociétés.

4.2 Présentation des activités de SQLI

SQLI est un acteur européen qui propose des services aux grandes entreprises afin d'améliorer leur compétitivité grâce à des solutions digitales. Le Groupe accompagne ses clients dans toutes les phases de leurs transformations, de la conception jusqu'au déploiement de la solution.

A partir de juillet 2019 et la mise en place du plan stratégique *One Force 2022*, le modèle de SQLI s'articule autour de deux pôles d'activités ayant chacun leur modèle économique propre afin de répondre au mieux à leur marché : « *Digital & Technology* » et « *Commerce & Experience* ».

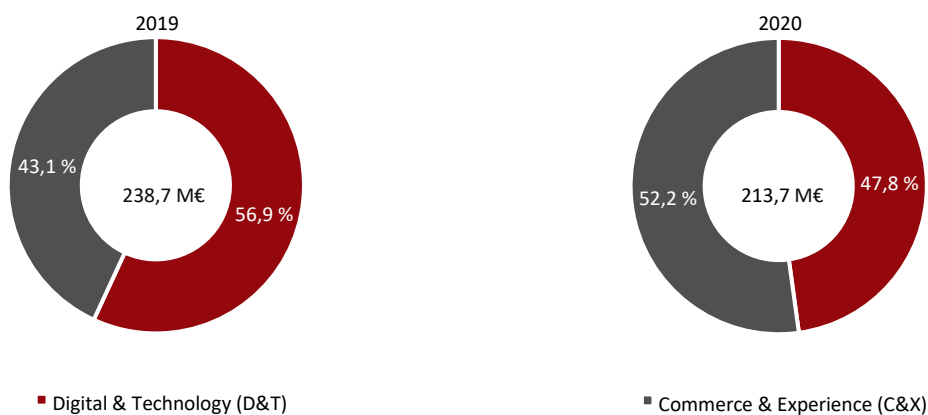
Véritablement européen, le Groupe est désormais bien équilibré avec deux zones géographiques, la France et l'International, qui pèsent chacune pratiquement pour la moitié de l'activité et qui remplacent désormais « *Digital & Technology* » et « *Commerce & Experience* » comme secteurs opérationnels, conformément au changement d'organisation du Groupe intervenue sur le 1^{er} semestre 2021.

À noter que la France est essentiellement « *Digital & Technology* ».

Nous présentons ci-après l'activité du Groupe selon la segmentation « *Digital & Technology* » et « *Commerce & Experience* ».

Compte tenu du changement d'information sectorielle, la présentation du chiffre d'affaires et de la marge opérationnelle par activité se limite aux exercices 2019 et 2020.

Figure 3 - Répartition du chiffre d'affaires de SQLI par activité



Sources : Document d'enregistrement universel de SQLI et analyses FINEXSI



4.2.1 Activités du groupe SQLI

4.2.1.1 L'activité « Digital & Technology »

L'activité « *Digital & Technology* » fournit des services numériques pour accompagner les directions informatiques des organisations clientes pour la réussite de leurs transformations digitales. Cette activité développe des services basés sur l'expérience utilisateur grâce à des technologies et à des méthodologies digitales.


L'activité est déployée dans 5 agences en France (Paris, Lyon, Toulouse, Bordeaux, Nantes).

Cette activité sert principalement les grandes et les moyennes entreprises. Les principales références sont AIRBUS, LA BANQUE POSTALE, FAYAT, et SOCIETE GENERALE.

SQLI s'organise sur cette activité selon deux spécialités :

- Conception et déploiement des **solutions web user-centric** telles que des intranets, des sites institutionnels, des plateformes collaboratives, etc. Elle permet aux clients un accompagnement et un suivi de la solution, comme le suivi des utilisateurs, la gestion et l'amélioration de la performance technique. L'offre s'étend aussi à l'optimisation de la solution, en termes de qualité et de fiabilité.
- **Services digitaux sur mesure**, adaptés aux problématiques et aux besoins spécifiques de chaque client. Ces services peuvent être répartis selon 9 offres principales :
 - **Design et cadrage produit** : Cette offre s'adresse aux directions générales, directions métiers et directions SI afin de les aider à réduire les coûts et les délais et à maximiser la valeur ajoutée apportée à l'utilisateur cible en s'appuyant sur des dispositifs digitaux.
 - **Expérience platforms** : Cette offre élabore et déploie des plateformes digitales destinées à améliorer l'expérience des collaborateurs, des consommateurs et des prospects du client de SQLI.
 - **Smart Build** : Cette offre permet de créer, de digitaliser, de sécuriser et de pérenniser les systèmes d'informations des clients et d'instaurer les bonnes pratiques relatives à l'architecture et à l'infrastructure.
 - **Transformation des organisations** : Cette offre accompagne les clients dans leur transformation culturelle et organisationnelle pour soutenir la performance et améliorer le bien-être dans l'organisation.
 - **Modern workplace** : Cette offre permet d'améliorer l'expérience collaborateur au sein des organisations et de mettre en place une culture collaborative.
 - **Data** : Cette offre permet aux clients d'améliorer la performance et de soutenir la croissance en les accompagnant dans le management et dans l'exploitation de leurs données.
 - **Cloud** : Cette offre est destinée aux clients qui envisagent l'élaboration et la mise en œuvre d'une stratégie cloud créatrice de valeur. Elle permet aux clients de transférer leurs applications et leurs infrastructures d'une manière rapide et sécurisée et de profiter d'un modèle as-as-Service.



- 
- **IA / RPA / Chatbots** : Cette offre conçoit des interactions nouvelles pour les clients de SQLI afin d'améliorer leur valeur ajoutée. Elle leur propose également des solutions basées sur l'intelligence artificielle pour différencier leurs offres et en faire un avantage compétitif.
 - **TMA / MCO** : Cette offre est destinée à maintenir et à suivre l'évolution des dispositifs digitaux du client.

Comme précisé ci-avant, l'activité « *Digital & Technology* » est essentiellement réalisée en France.

Le marché de la technologie digitale est très fragmenté, les principaux concurrents sont CGI, IBM, INFOTEL, ONE POINT, SOPRA STERIA, WAVESTONE... Le leader CAPGEMINI détient seulement 8% du marché français, et SQLI est classé en 38^{ème} position.

L'activité « *Digital & Technology* » a été fortement impactée par la crise sanitaire vue la décroissance de la demande des prestations de clients importants dans des secteurs très touchés par la crise de la Covid-19 comme l'aéronautique. Le chiffre d'affaires 2020 de l'activité s'établit à 102,2 M€, en décroissance de -24,8%, tandis que le résultat opérationnel courant (ROC) est une perte de -1,9 M€.

4.2.1.2 L'activité « Commerce & Expérience »

L'activité « *Commerce & Experience* » est une agence destinée au e-commerce. Cette activité accompagne les clients de la conception jusqu'à la mise en œuvre des plateformes de commerce unifié. L'activité propose également la personnalisation des parcours d'achat, la digitalisation des points de ventes ainsi que la gestion des données produits.

L'activité est déployée dans 11 pays européens (France, Allemagne, Belgique, Danemark, Espagne, Irlande, Luxembourg, Pays-Bas ; Royaume-Uni, Suède, Suisse)

L'activité « *Commerce & Expérience* » propose ses services à de grandes marques de luxe, de retail et de l'industrie. Les principales références sont notamment NESPRESSO, LVMH, ARCELORMITTAL, BRIDGESTONE, etc.



Les prestations sont cadrées en fonction des besoins des clients et s'organisent principalement en cinq offres :

- **La conception et le déploiement de plateformes de commerce unifié** : Cette offre accompagne le client de la réflexion stratégique et la conception jusqu'à la mise en place d'une plateforme de commerce unifiée. Elle permet également de centraliser les données produits et clients dans une architecture logicielle afin de créer une expérience client cohérente et unifiée.
- **La personnalisation approfondie des parcours d'achat** : Cette offre permet de concevoir une expérience d'achat personnalisée au consommateur pour l'attirer et le fidéliser.
- **La gestion des données produits** : Cette offre accompagne le client dans la sélection et l'implémentation des outils qui gèrent, intègrent, migrent et communiquent les données produits d'une manière efficace.
- **La digitalisation du point de vente** : Cette offre a pour but d'accompagner les clients de SQLI dans l'optimisation et la digitalisation du parcours de leurs clients dans toutes ses étapes.
- **L'internationalisation** : Cette offre est destinée à assister les clients dans l'internationalisation de leurs plateformes de commerce en déployant un *core-system* et une infrastructure adaptée aux particularités de chaque région et de chaque marque.

L'activité « *Commerce & Expérience* » s'est essentiellement développée à l'international par la croissance externe. Le chiffre d'affaires 2020 de l'activité s'établit à 111,5 M€ avec une marge opérationnelle courante de 8,2%.

Afin d'apporter la meilleure solution aux attentes du client, l'activité « *Commerce & Expérience* » a développé des partenariats avec les principaux éditeurs tels MAGENTO, COMMERCE CLOUD et SAP COMMERCE CLOUD.

Figure 4 - Illustrations des principaux partenariats de l'activité « *Commerce & Expérience* »



Source : Document d'enregistrement universel de SQLI



4.2.1.3 Centres de services digitaux :

Parallèlement aux activités « *Digital & Technology* » et « *Commerce & Experience* », SQLI dispose d'un troisième pôle « Centres de services digitaux » en support de toutes les offres du Groupe.

SQLI a créé un réseau de 4 centres de services digitaux répartis dans 3 pays (France, Maroc et Ile Maurice) qui comptait 696 collaborateurs au 31 décembre 2020.

Cette activité, qui se base sur un modèle « *local / nearshore* », permet aux clients de SQLI d'externaliser leur production digitale et de les accompagner dans leurs projets de déploiement de plateformes à l'échelle mondiale.

4.2.2 La présence géographique de SQLI

Au 31 décembre 2020, le Groupe était implanté dans 13 pays, en Europe, en Afrique, au Moyen-Orient et à Singapour.

Le Groupe se développe à l'international grâce à une politique d'acquisitions géographiques ciblées. A titre d'exemple, l'acquisition de REDBOX DIGITAL en 2020 a permis au Groupe de renforcer sa présence au Royaume-Uni et au Moyen-Orient.

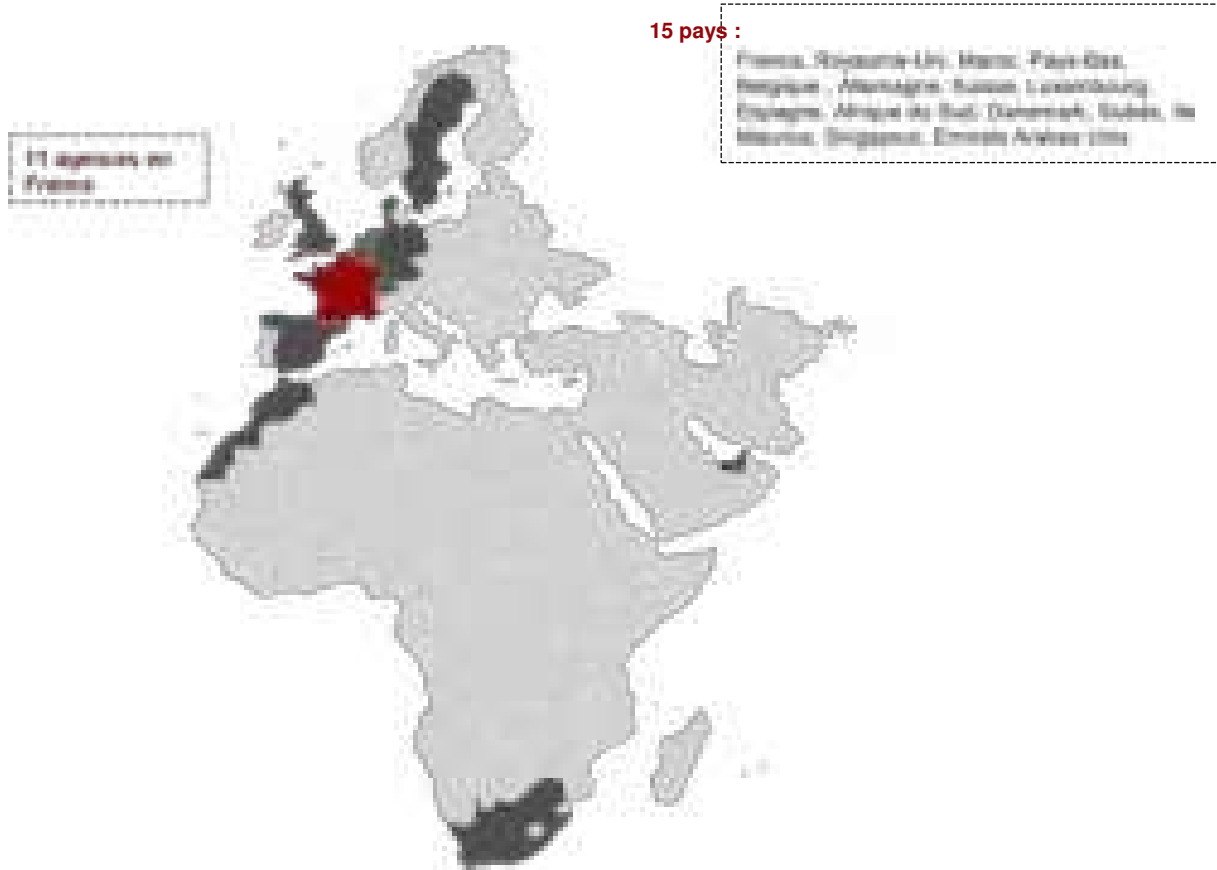
En France, le Groupe dispose d'un réseau de 5 agences principales réparties sur tout le territoire qui permet une proximité des clients et une meilleure compréhension de leurs enjeux.

SQLI bénéficie également de son modèle « *Local/ nearshore* » qui repose sur un maillage international et régional (Maroc, France et Ile Maurice) et sur un fort réseau de centres de services digitaux qui permet de gagner de nouveaux clients et de mieux les servir.





Figure 5 - Implantations géographiques de SQLI



Source : Document d'enregistrement universel de SQLI

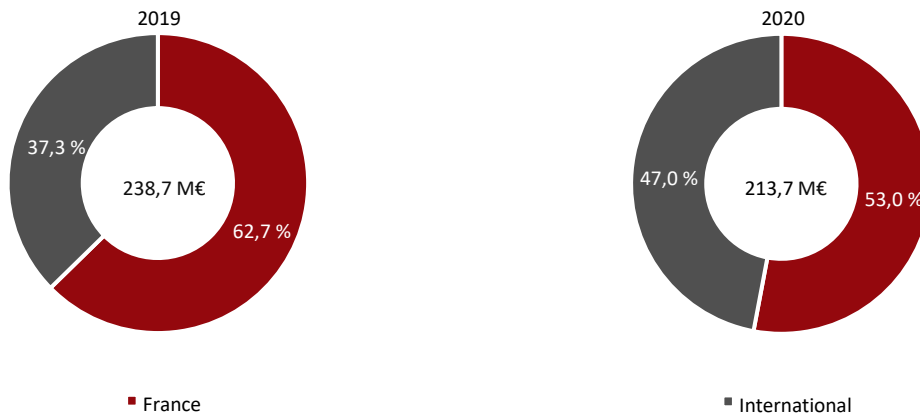
A partir du quatrième 2020, SQLI a choisi de s'orienter vers un modèle régional pour son organisation. En effet, ce nouveau modèle permettrait de créer des unités régionales plus efficaces et qui considèrent les spécificités locales de chaque région dans leurs offres. Désormais, SQLI organise son activité en deux pôles d'activités :

- L'activité « France » qui se distingue par sa forte concentration sur l'activité « *Digital & Technology* ». L'activité en France a été très impactée par la crise sanitaire, ce qui a conduit le Groupe à baisser ses effectifs en France pour s'adapter au niveau d'activité.
- L'activité « International », qui représente 47,0% du chiffre d'affaires de SQLI en 2020. Cette activité est très portée par la croissance de l'offre « *Commerce & Experience* » très internationale. L'activité à l'international a réalisé de bonnes performances, même pendant la crise. Désormais, la croissance de cette activité représente est un facteur clé de succès du Groupe SQLI.



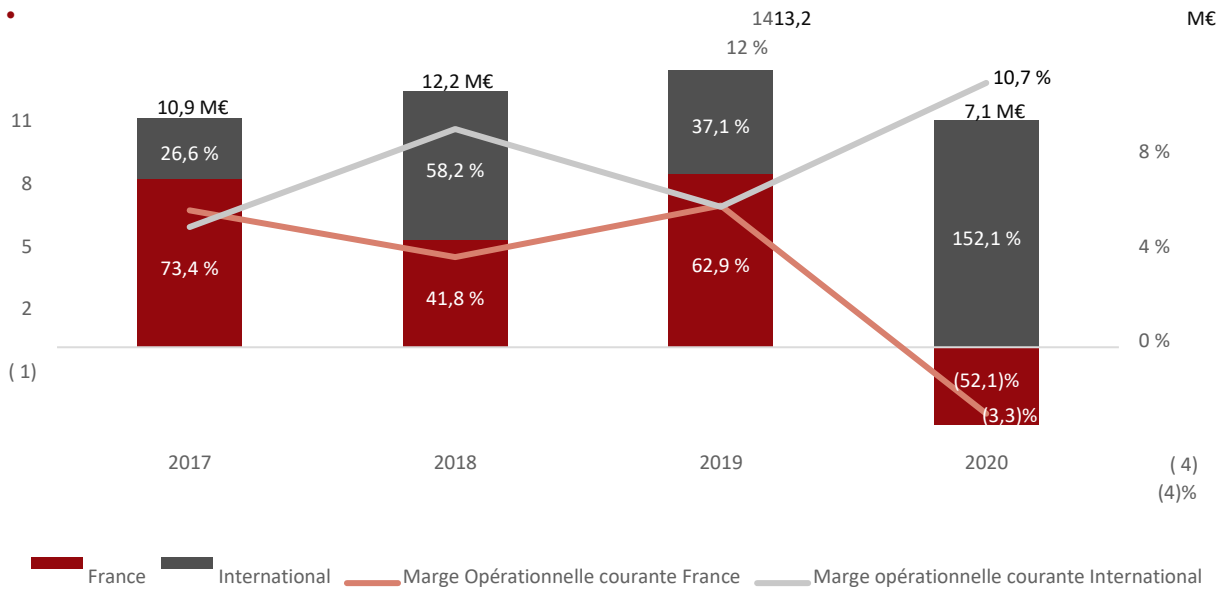


Figure 6 - Répartition du chiffre d'affaires de SQLI par région



Source : Document d'enregistrement universel de SQLI

Figure 7 - Résultat opérationnel courant (ROC) de SQLI par région



Source : Document d'enregistrement universel de SQLI

Les performances de SQLI sont très contrastées par région : la France et en particulier Paris est affectée par des difficultés managériales à gérer les défis commerciaux pour capter une part de la forte croissance du marché et un déficit du recrutement de ressources techniques, et l'International confirme la pertinence du modèle et le succès des acquisitions.

L'analyse des performances historiques est présentée en §4.4.





4.3 Caractéristiques de l'environnement opérationnel de SQLI

4.3.1 Présentation du marché des services numériques

Le marché des services numériques est l'un des trois segments de la filière informatique, avec l'édition de logiciels (*software*) et le matériel informatique (*hardware*).

Il recouvre quatre catégories d'activité principales :

- Le conseil, qui consiste à assister les clients, au regard de leurs besoins, face aux évolutions technologiques dans l'informatique ;
- L'ingénierie et l'intégration de systèmes, qui consistent non seulement à penser et à modéliser des solutions informatiques répondant aux besoins de l'entreprise, mais aussi de s'assurer du bon fonctionnement de celles-ci et de les mettre à jour en continu afin qu'elles puissent toujours opérer de façon optimale ;
- L'infogérance (aussi appelée outsourcing), qui désigne l'externalisation de tout ou partie de la gestion et de l'exploitation d'un système d'information, et
- La maintenance, l'assistance et la formation informatique.

Les Entreprises de Services du Numérique (ESN) s'adressent à des clients très diversifiés, aussi bien par leur taille que par leur secteur d'activité, même si l'industrie, la banque, l'assurance et le secteur public représentent ensemble près de 70% du chiffre d'affaires sectoriel.

L'environnement concurrentiel européen est marqué par une fragmentation importante et une compétition accrue, notamment du fait de l'arrivée de nouveaux acteurs sur un marché qui compte déjà de nombreux participants et des barrières à l'entrée faibles. Quatre grands profils d'intervenants se dégagent :

- **Les spécialistes européens** : Ces acteurs offrent de larges gammes de services pour le déploiement des solutions informatiques, pour la transformation digitale et pour la gestion d'infrastructures. SOPRA STERIA et DEVOTEAM sont des acteurs bien établis dans ce marché et offrent des services sur les domaines d'activité *Cloud* et *Data Management* sur lesquels opère SQLI via son activité historique « *Digital & Technology* ».
- **Les acteurs de niche nationaux** : Ces acteurs locaux et/ou nationaux de services numériques opèrent auprès d'une clientèle diversifiée mais de niche. Ils se différencient par leurs centres de proximité, leur spécialisation sectorielle et leur expertise technique spécifique aux besoins des clients.
- **Les acteurs « Big Four »** : Historiquement des cabinets d'expertises comptables, ces acteurs proposent aujourd'hui une large gamme de services comme le conseil en stratégie, en transformation et en gestion de projet. Ils disposent également d'importantes équipes dédiées à la transformation des systèmes d'information et à l'intégration des solutions informatiques.

- Les éditeurs de logiciels** : Ces acteurs assurent la conception, le développement et la commercialisation de produits logiciels destinés à l'optimisation métier. Ils sont, ainsi, les partenaires et les fournisseurs technologiques incontournables des ESN. Certains éditeurs disposent également de certaines entités ou de business units dédiées au déploiement de solutions logicielles personnalisées et commercialisables, à travers lesquelles ils concurrencent désormais les ESN.

En France, le marché reste toutefois dominé par de grands groupes en tête desquels nous retrouvons CAPGEMINI, ATOS et IBM.

Figure 8 - Présentation des catégories d'intervenants sur le marché des prestations de services numériques



Source : étude Xerfi et analyses Finexsi



Focus Expérience Digitale

SQLI est reconnu comme un acteur qui accompagne les entreprises dans la conception, le déploiement et la gestion de l'expérience digitale dans un contexte de transformation digitale. Ainsi, SQLI, en tant qu'acteur de l'expérience digitale, combine une expertise technologique et une expertise marketing, qui le positionne face à une concurrence avec quatre grandes catégories d'acteurs :

- **Les grands acteurs généralistes et diversifiés** : Acteurs établis dans les services numériques. Ils sont d'une taille significative et disposent d'une forte présence internationale. Les offres de ces acteurs sont très diversifiées et interviennent sur plusieurs métiers, en particulier l'expérience digitale.
- **Les spécialistes petits et moyens acteurs généralistes** : Acteurs généralistes et dont l'offre est diversifiée. Contrairement aux grands acteurs généralistes, ils sont concentrés sur une région en particulier, ou servent majoritairement un secteur spécifique. Comme les grands acteurs, ils proposent une large gamme de services, dont l'expérience digitale.
- **Les spécialistes fonctionnels** : Acteurs spécialisés sur le marché spécifique de l'expérience digitale et proposent des services spécifiques à ce marché, tel que la création des plateformes d'expérience digitale, les services destinées à l'e-commerce, le *digital workplace*, etc.
- **Les experts techniques** : Acteurs qui disposent d'une forte expertise technique et répondent aux besoins spécifiques de leurs clients sur des problématiques d'ingénierie et de R&D. L'offre de ces acteurs couvre des secteurs divers comme l'industrie, la logistique et s'étend également à l'expérience digitale.

Les clients de SQLI témoignent que le Groupe dispose d'un meilleur positionnement en termes de prix que ses concurrents, combiné à un fort savoir-faire technologique et une grande réactivité.





Figure 9 - Présentation des catégories d'intervenants sur le marché de l'expérience digitale



Source : Société et analyses F INEXSI

L'atteinte d'une taille critique est un facteur essentiel dans ce secteur pour le maintien et le développement des parts de marché puisqu'elle confère aux acteurs la possibilité d'élargir leurs offres et d'adresser les attentes des grands comptes, en recherche de solutions globales pouvant être déployées au niveau européen. Dans ce contexte, le secteur connaît une tendance forte à la consolidation, les ESN multipliant les opérations de croissance externe à la recherche de synergies commerciales et de parts de marché, notamment à l'international. Les entreprises étrangères se montrent pour leur part très attirées par le vivier des start-ups tricolores, qui représentent des opportunités d'achats particulièrement prisées. (cf. 4.3.1.2).

Toutefois, les entreprises de services numériques subissent une forte pression concurrentielle, en raison de la faible différenciation de leurs offres et des faibles barrières à l'entrée des acteurs étrangers, qui sont très compétitifs en termes de prix (cf. 4.3.1.1). De plus, les ESN ne disposent que d'un faible pouvoir de négociation vis-à-vis de leurs clients et de leurs fournisseurs technologiques, en particulier pour les petits acteurs qui, par conséquent, voient leurs marges fortement impactées (cf. 4.3.1.4).





4.3.1 Éléments structurants du marché

4.3.1.1 *Un marché fragmenté avec une forte pression concurrentielle*

Le marché des ESN est très atomisé. En effet, les ESN proposent des offres faiblement différenciées et qui servent le même type de clients (Acteurs des secteurs bancaires et industriels). Cela a pour effet d'accroître les pressions concurrentielles et de ne pas fidéliser les clients.

Par ailleurs, on peut repérer deux dimensions de concurrence dans ce marché. D'une part, un nombre limité de grands acteurs sont en compétitivité pour vendre leurs services aux grandes entreprises. D'une autre part, plusieurs petits acteurs s'affrontent auprès des PME sur une sphère locale.

Les grands acteurs internationaux s'affrontent dans le cadre de contrats lancés par de grands clients internationaux qui mettent de plus en plus de pression sur les prix et contraignent les ESN à baisser leurs prix. Tandis que les petites ESN sont très exposées aux risques de substitutions, aux risques des nouveaux entrants et aux grands acteurs qui développent leurs réseaux d'agences localement, à l'instar de CAPGEMINI.

La concurrence étrangère s'intensifie également dans le secteur, notamment en raison des filiales françaises des grands acteurs indiens qui ont un recours à l'offshore et exercent par la suite une concurrence sur les prix. En réaction, les grandes ESN françaises transfèrent également une part de leur activité à l'étranger pour rester compétitive sur ce niveau.

4.3.1.2 *La consolidation du marché*

Le marché des services informatiques et en particulier le marché des services numériques, est très fragmenté, où les petits acteurs rencontrent des difficultés vis-à-vis de leurs concurrents plus établis. En effet, ces acteurs non matures subissent des pressions sur leurs marges ainsi que sur leurs stratégies de développement sur de nouveaux marchés. La crise du covid-19 a confirmé cet enjeu de taille dans ce secteur : les grandes ESN se sont montrées plus résilientes en raison de leurs partenariats et de leurs performances financières plus favorables avant la crise.

Par ailleurs, le secteur connaît de fortes mutations avec la montée en puissance de nouvelles technologies, notamment le *Cloud Computing* et le modèle SaaS. Ainsi, les grandes ESN, qui cherchent à rester compétitives et à proposer des solutions technologiques innovantes à leurs clients, sont en veille sur les opportunités naissantes dans le marché et se renforcent à travers l'acquisition des petites entreprises performantes en termes de technologies et d'innovations.

Le marché connaît alors une grande tendance de consolidation et plus de 500 opérations de fusions-acquisitions ont été conclues depuis 2015. Quant à SQLI, elle a multiplié les acquisitions ces dernières années, notamment REDBOX DIGITAL (UK) en 2020, CODELUX (Allemagne) en 2018 et STAR REPUBLIC (Suède) et OSUDIO (Pays-Bas et Allemagne) en 2017, dans la recherche d'une taille critique et d'une plus grande couverture pour ces clients internationaux.





En effet, parmi les opérations de fusions-acquisitions les plus notables qui ont été conclues récemment, on trouve l'acquisition par SOPRA STERIA GROUP SA de 94% des parts de SODIFRANCE, en février 2020. Cette opération va permettre à SOPRA STERIA GROUP SA de renforcer son offre en assistance technique, en intégration et en maintenance d'applications. Le marché spécifique de l'expérience digitale connaît aussi cette tendance, notamment avec l'acquisition par ACCENTURE PLC de 66% des parts de SINNERSCHRADER AG, qui fournit des services d'édition de plateformes digitales, des produits et services IT ainsi que des solutions en vision et orientation d'entreprise et en marketing.

Les grands acteurs continuent également de se consolider, comme ATOS SE qui fusionne en octobre 2018 avec SYNTEL, société américaine de services numériques, portant la transaction à une valeur de 3,4 Mds\$.

4.3.1.3 Gestion et fidélisation des talents

Les services numériques ont été marqués par la rapide mutation connue par le secteur ces dernières années, qui est à mettre en regard des nombreuses évolutions technologiques de l'offre, amplifiant ainsi les besoins de main-d'œuvre qualifiée. En effet, la valeur ajoutée des acteurs réside dans leur capacité à proposer des offres de services diversifiantes, grâce à des collaborateurs qualifiés. Bien que les profils exerçant sur ce marché soient variés (ingénieurs, informaticiens, commerciaux, etc.), les formations adaptées et spécialisées aux différents métiers du secteur se font de plus en plus rares, ce qui a conduit à une guerre des talents. De fait, près de 71% des entreprises opérant sur le secteur en France exprimaient leur difficulté à recruter en 2018.

Ainsi, les intervenants du secteur recherchent, de prime abord, des profils spécialisés en IA, en cybersécurité, en numérisation des systèmes, en en data, même si leurs salaires sont de plus en plus élevés. Le manque de formations spécialisées, d'une part, et l'attrait insuffisant des jeunes diplômés pour le secteur, d'autre part, sont les principales causes d'une pénurie structurelle. C'est pourquoi le marché connaît un phénomène de vieillissement de la main d'œuvre avec plus de 60% des collaborateurs du secteur âgés de 30 à 49 ans en 2016.

En plus du vieillissement des effectifs, le taux de rotation des collaborateurs est également élevé. En effet, au regard des besoins, les talents disponibles sur le marché sont insuffisants. Cette chasse de la main d'œuvre qualifiée est un véritable enjeu pour la filière. Les entreprises jouent sur plusieurs leviers stratégiques pour se distinguer : le salaire mais aussi les conditions de travail, le bien-être, la formation, le déploiement de programmes d'accompagnement personnalisés, ou encore l'évolution des salariés. Ces tendances découlent des nouvelles aspirations des profils juniors, qui cherchent un meilleur équilibre entre leur vie professionnelle et leur vie privée.

Il est à noter que les acteurs du secteur ont également recours à des opérations de croissance externe pour pallier leur besoin de main d'œuvre junior et qualifiée.





4.3.1.4 Une dépendance aux fournisseurs technologiques et aux clients

Le pouvoir de négociation des ESN auprès des clients et des fournisseurs est de plus en plus réduit et les place dans une position peu favorable sur la chaîne de valeur.

Les évolutions technologiques mettent le software au cœur des besoins des organisations. Il devient, en effet, de plus en plus courant que le client final exige de l'ESN un software particulier, du fait que certains éditeurs de logiciels ont bien promu leurs images auprès des clients finaux. Ainsi, les ESN voient leurs missions se limiter à l'installation et à l'orientation vers les meilleures solutions existantes au marché.

En outre, les grands éditeurs de logiciels, voulant assurer une présence auprès des clients finaux, ont lancé des programmes de certification des ESN. Ces dernières, en voient un moyen pour attirer plus de clients et avoir plus de missions. Toutefois, les coûts relatifs à ces certifications sont élevés et les ESN ont un pouvoir de négociation limité sur les tarifs et les termes des contrats.

De plus, les ESN sont aussi dépendantes des fournisseurs d'infrastructures avec la montée en puissance du *Cloud Computing* et se retrouvent obligées de s'adapter à leurs solutions technologiques.

Quant aux clients, le grand nombre d'acteurs sur le marché et la concurrence accrue sur les prix réduit la marge de négociation des ESN. Leurs offres étant faiblement différenciées, les ESN se retrouvent très dépendantes aux clients et contraintes à s'adapter à leurs termes contractuels.

4.3.2 Tendances du marché et impact de la crise de la Covid-19

Comme dans plusieurs autres secteurs, les entreprises des services numériques n'ont pas été épargnées par la crise de la covid-19. Les ESN ont enregistré une baisse de chiffre d'affaires de - 4,2% en 2020. Les activités de conseil en technologies comptent parmi les plus impactés, avec un recul de -12,3%. Ces acteurs ont en effet essuyé des dommages collatéraux, en partie à cause de leur lien étroit avec les filières aéronautiques et automobiles (des secteurs particulièrement impactés par la crise).

En France, 36% des contrats décrochés par les ESN avant le premier confinement ont été suspendus ou annulés, et les ESN ont mis près de la moitié de leurs salariés en chômage partiel.

L'effet de la crise sur les ESN peut être traité sous deux dimensions. D'une part, la résilience des ESN à la crise dépend de la taille des acteurs : si les grands acteurs connaissent des performances financières favorables et des partenariats qui leur ont permis de se montrer plus résilients, les petits acteurs ont éprouvé plus de difficultés face à la baisse de la demande. D'une autre part, certaines activités des ESN se sont montrées moins impactées que d'autres, à l'instar de la cybersécurité et des solutions liées à l'accès à distance (télétravail).





En 2021, l'activité a connu une forte reprise et un rebond de +7,0%²² est attendu en fin d'année. Les revenus se maintiendront à un haut niveau en 2022. De fait, les entreprises de tous les secteurs vont continuer à investir dans leur projets IT puisque la crise leur a démontré l'importance et l'urgence de se concentrer sur la transformation digitale. Les SMACS, ces 5 branches phares du marché (*Social, Mobile, Analytics et Cloud, Security*), devraient tirer vers le haut le secteur. Toutefois, il est à signaler que certaines prestations traditionnelles (infogérance et intégration) connaîtront un ralentissement de leurs activités sous l'effet de la montée en puissance de nouvelles technologies plus performantes.

En effet, les ESN vont continuer à être sollicitées par les entreprises industrielles et de transport pour les accompagner dans l'automatisation de leurs processus et dans le développement de nouveaux produits. A titre d'exemple, les projets d'industrie 4.0 pousseront les entreprises industrielles à solliciter les ESN pour le déploiement des technologies de l'internet des objets. Aussi, les acteurs de la logistique appelleront les ESN pour l'utilisation de la 5G et des objets connectés dans leur fonctionnement.

Par ailleurs, les entreprises de services et de distribution s'orienteront de plus en plus vers la digitalisation de l'expérience client et vers l'exploitation de la donnée du consommateur pour créer de la valeur. Cette tendance est accentuée par la crise de la covid-19, qui a rendu les dispositifs digitaux incontournables. Les ESN auront, alors, tendance à miser sur l'e-commerce et sur le marketing digital, surtout que les nouveaux modes d'achat et de consommation auront tendance à durer avec la jeune génération (cf. Focus Expérience Digitale)

De plus, le processus de numérisation de l'Etat constitue un vecteur important pour les ESN, qui pourraient accompagner les administrations publiques dans leur transformation digitale. Le secteur de la santé serait, en particulier, très concerné par cette tendance, notamment avec l'essor de l'esanté et le besoin de modernisation des systèmes d'information des hôpitaux.

Enfin, les ESN multiplient de plus en plus leurs offres « Green IT » pour les grands comptes, qui devraient réduire leur empreinte écologique numérique face aux pressions de leurs parties prenantes. Le « Green IT » est ainsi un levier de croissance à saisir pour plusieurs acteurs du secteur.

Focus Expérience Digitale


Le marché de l'expérience digitale se caractérise par une multiplication des points de contact avec le client (sites web, applications, publicités, etc.). Il devient désormais une nécessité pour les acteurs du marché, tous secteurs confondus, de créer une expérience unifiée, en orchestrant tous les dispositifs digitaux et en les intégrant dans un parcours cohérent, optimal et innovant. Le marché des plateformes de l'expérience digitale a atteint 9,4 Mds\$²³ en 2020, et devrait s'établir 15,7 Mds\$²⁴ en 2025.

²² Etude Xerfi « Les services numériques, Septembre 2021 »

²³ Source : Rapports de marché, STATISTA

²⁴ Source : Rapports de marché, STATISTA





Du côté des particuliers (B2C), la pandémie a amplifié le recours aux marketplaces et aux boutiques en ligne pour effectuer des achats tout en respectant les règles de confinement et de distanciation sociale. L'augmentation de la demande sur les canaux numériques (et la baisse du côté des boutiques traditionnelles dites "*brick-and-mortar*") a naturellement attiré l'offre sur internet, et poussé les commerçants à se créer des espaces de vente en ligne. Par ailleurs, l'innovation technologique reste au cœur des stratégies d'investissements des leaders de la vente en ligne, que ce soit pour améliorer l'expérience d'achat (personnalisation de l'offre, du conseil client, des délais de livraison, etc.) ou proposer davantage de valeur ajoutée aux vendeurs (outils de reporting personnalisés, ciblage des consommateurs, optimisation des stocks, etc.). Les ventes mondiales par l'e-Commerce sont passées de 3,5 Mds\$²⁵ en 2019, à 4,2 Mds\$²⁶ en 2020 et sont prévues à continuer cette croissance accélérée jusqu'à atteindre 6,5 Mds\$²⁷ en 2023.

La crise du Covid-19 a également bouleversé les codes du travail, en encourageant le recours au télétravail. Les entreprises sont alors devenues conscientes de leur besoin en un environnement de travail digital. Cet élan devrait se poursuivre en France avec le plan de relance, qui encourage les entreprises à mettre en œuvre leur transformation digitale. A l'échelle mondiale, le marché du "*Digital Workplace*" devrait passer de 21,0 Mds\$²⁸ en 2020 à 36,0 Mds\$²⁹ en 2023.

Les entreprises du service numérique sont naturellement bien placées pour accompagner les entreprises clientes dans leur transition numérique et dans la dématérialisation des processus et des échanges.

En somme, le télétravail et les besoins en transformation digitale font que le marché des ESN se porte ainsi globalement bien en 2021, malgré la crise sanitaire.

4.4 Analyse financière de SQLI

Les comptes consolidés résumés ci-dessous pour les exercices annuels 2017 à 2020 ont fait l'objet d'une certification sans réserve de la part des commissaires aux comptes de SQLI, les cabinets EXCO PARIS ACE et ERNST & YOUNG ET AUTRES. La revue limitée effectuée par ces derniers sur les comptes consolidés semestriels résumés au 30 juin 2021 n'a pas relevé d'anomalies significatives.

²⁵ Source : Rapports de marché, STATISTA

²⁶ Source : Rapports de marché, STATISTA

²⁷ Source : Rapports de marché, STATISTA

²⁸ Source : Rapports de marché, STATISTA

²⁹ Source : Rapports de marché, STATISTA



4.4.1 Compte de résultat du Groupe sur la période 2017-2020

L'évolution des agrégats du compte de résultat consolidé de SQLI est résumée ci-après :

Tableau 2 - Compte de résultat consolidé de SQLI sur la période 2017 - 2020

En M€	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	6 mois 30/06/2021
	<i>Chiffre d'affaires - France</i> taux de croissance % en % du CA	149,6 <i>na</i> 70,6 %	151,2 1,1 % 65,2 %	149,6 (1,0)% 62,7 %	113,2 (24,4)% 53,0 %
<i>Chiffre d'affaires - International</i> taux de croissance % en % du CA	62,4 <i>na</i> 29,4 %	80,8 29,5 % 34,8 %	89,1 10,3 % 37,3 %	100,5 12,8 % 47,0 %	53,2 8,4 % 46,8 %
Chiffre d'affaires	212,0	232,0	238,7	213,7	113,8
<i>taux de croissance %</i>	<i>na</i>	9,4 %	2,9 %	(10,5)%	<i>na</i>
Charges opérationnelles courantes	(201,1)	(219,8)	(225,5)	(206,5)	(107,2)
<i>Résultat opérationnel courant - France</i> <i>en % du CA - France</i>	8,0 5,4 %	5,1 3,3 %	8,3 5,5 %	(3,7) (3,2)%	1,4 2,3 %
<i>Résultat opérationnel courant - International</i> <i>en % du CA - International</i>	2,9 4,6 %	7,1 8,8 %	4,9 5,5 %	10,8 10,8 %	5,2 9,8 %
Résultat opérationnel courant <i>en % du CA</i>	10,9 5,1 %	12,2 5,3 %	13,2 5,5 %	7,1 3,3 %	6,6 5,8 %
Résultat opérationnel <i>en % du CA</i>	4,5 2,1 %	8,0 3,5 %	9,7 4,1 %	7,5 3,5 %	5,7 5,0 %
Résultat financier	(1,3)	(2,9)	(1,7)	(2,4)	(1,3)
Résultat avant impôts <i>en % du CA</i>	3,2 1,5 %	5,1 2,2 %	8,0 57,4 %	5,0 (37,2)%	4,3 <i>na</i>
Charge d'impôt	(1,2)	(2,0)	(3,3)	(4,8)	(1,5)
Résultat net de l'ensemble consolidé <i>en % du CA</i>	2,0 0,9 %	3,1 1,3 %	4,7 2,0 %	0,2 0,1 %	2,8 2,4 %
Part du groupe	2,0	3,1	4,7	0,2	2,8
Participations ne donnant pas le contrôle	-	-	-	-	-

Sources : URD 2017 à 2020, comptes consolidés semestriels 30 juin 2021

■ Chiffre d'affaires

Sur la période 2017-2019, le chiffre d'affaires du Groupe évolue entre 212,0 M€ et 238,7 M€, avec une croissance particulièrement soutenue en 2018 (+9,4%), principalement tirée par une solide performance à l'international (+31%) et la politique de croissance externe. Sur cette année, la croissance organique du chiffre d'affaires s'élevait à +2%.

La variation du chiffre d'affaires sur 2019 (+2,9%) reflète une performance contrastée, avec une forte progression de l'activité « *Commerce & Experience* » à l'International (+11,2% de croissance organique) et une décroissance organique (-2,5%) de l'activité « *Digital & Technology* » principalement logée en France liée notamment à la décroissance du secteur bancaire. Aucune acquisition n'a été réalisée sur l'exercice 2019.

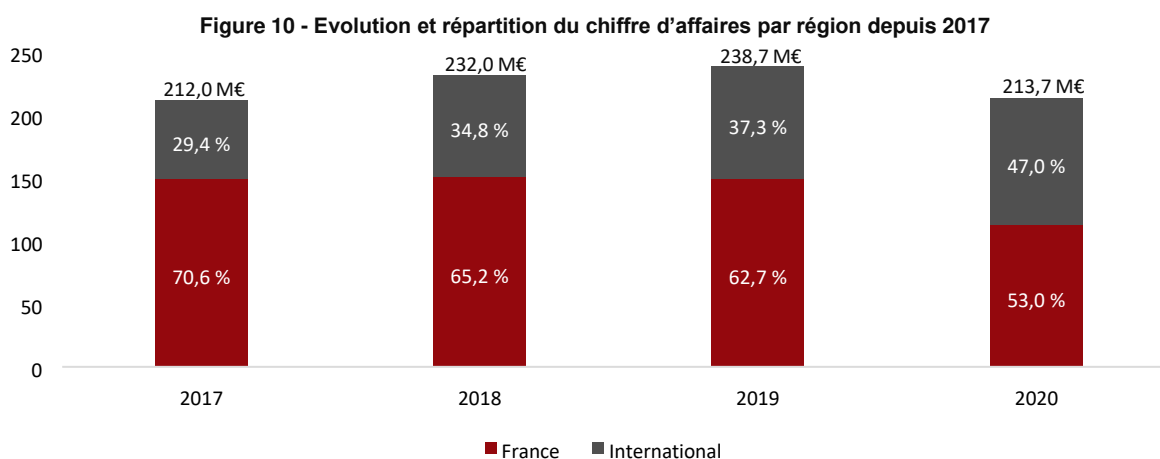


En 2020, dans le contexte difficile lié à la crise sanitaire, qui s'est transformée globalement en crise économique, le Groupe a constaté deux situations très différentes :

- La croissance s'est poursuivie tout au long de l'année pour l'activité internationale (+12,8%), fruit d'une croissance organique de +4% notamment sur le marché des plateformes digitales d'expérience clients et collaborateurs, très porteur, et de l'intégration depuis mars 2020 de REDBOX DIGITAL.
- A l'inverse, l'activité historique du Groupe « *Digital & Technology* » porté par la France a connu une année en fort retrait (-24%), ses clients importants comme AIRBUS, très impactés, et ses clients bancaires ayant fortement réduit leurs projets.

Au premier semestre de 2021, le Groupe a renoué avec la croissance, avec un chiffre d'affaires en hausse de 4%, à 113,8 M€. Si l'international maintient une bonne dynamique, la France a connu un redressement plus rapide que prévu, porté par le marché des plateformes digitales et de l'e-commerce et par une forte proximité avec les clients, notamment en régions.

Le chiffre d'affaires réalisé à l'International est en augmentation constante depuis 2017. 29,4% du chiffre d'affaires du Groupe était réalisé à l'International en 2017 ; cette part s'élève désormais à 47,0%.



Source : URD 2017 à 2020, comptes consolidés semestriels 30 juin 2021



■ Marge opérationnelle

Tableau 3 - Marge opérationnelle de SQLI sur la période 2017 - 2020

En m€	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	6 mois 30/06/2021
	EBITDA (1)	13,2	14,1	15,1	9,0
<i>en % du CA</i>	<i>6,2 %</i>	<i>6,1 %</i>	<i>6,3 %</i>	<i>4,2 %</i>	<i>7,0 %</i>
Dotations (nettes) aux amortissements et aux provisions (hors IFRS16)	(2,3)	(1,9)	(1,9)	(1,8)	(1,4)
<i>Résultat opérationnel courant - France</i>	<i>8,0</i>	<i>5,1</i>	<i>8,3</i>	<i>(3,7)</i>	<i>1,4</i>
<i>en % du CA - France</i>	<i>5,4 %</i>	<i>3,3 %</i>	<i>5,5 %</i>	<i>(3,2) %</i>	<i>2,3 %</i>
<i>Résultat opérationnel courant - International</i>	<i>2,9</i>	<i>7,1</i>	<i>4,9</i>	<i>10,8</i>	<i>5,2</i>
<i>en % du CA - International</i>	<i>4,6 %</i>	<i>8,8 %</i>	<i>5,5 %</i>	<i>10,8 %</i>	<i>9,8 %</i>
Résultat opérationnel courant	10,9	12,2	13,2	7,2	6,6
<i>en % du CA</i>	<i>5,1 %</i>	<i>5,3 %</i>	<i>5,5 %</i>	<i>3,4 %</i>	<i>5,8 %</i>
Résultat non récurrent	(6,4)	(4,2)	(3,5)	0,3	(0,9)
EBIT / Résultat Opérationnel	4,5	8,0	9,7	7,5	5,7
<i>en % du CA</i>	<i>2,1 %</i>	<i>3,4 %</i>	<i>4,1 %</i>	<i>3,5 %</i>	<i>5,0 %</i>

(1) EBITDA = résultat avant intérêts, impôts et amortissements
(hors IFRS 16) Source : Présentations SFAF 2017 à 2021

En 2019, la marge d'EBITDA du Groupe augmente de 0,2% grâce à une optimisation des coûts et au nouveau mix des deux métiers « *Digital & Technology* » et « *Commerce & Experience* » qui a permis d'améliorer le taux d'emploi ainsi que de croître et de rentabiliser les activités liées au E-commerce.

En 2020, la crise sanitaire a durement impacté l'EBITDA et le résultat opérationnel courant. Malgré des efforts de réduction des coûts, notamment à travers le recours au chômage partiel, et la réduction du recours à la sous-traitance, le Groupe a vu sa marge d'EBITDA fortement impactée, passant de 15,1 M€ (6,3% du chiffre d'affaires) en 2019, à 9 M€ (4,2% du chiffre d'affaires) en 2020.

Au cours du premier semestre de 2021, le Groupe a réussi à générer un EBITDA de 8,0 M€, soit une marge de 7,0% du chiffre d'affaires, qui découle de la reprise de la croissance en 2021 et une bonne maîtrise des charges opérationnelles, notamment les charges de personnel et les charges externes.

Le résultat opérationnel intègre historiquement des éléments non récurrents tels que des coûts de restructuration, de déménagement ou des ajustements de complément de prix sur les acquisitions.



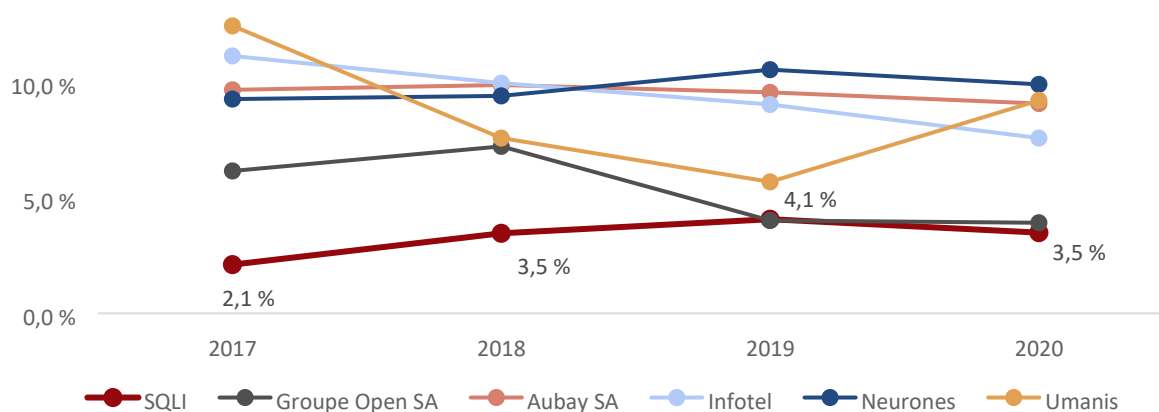
Marge opérationnelle de SQLI par rapport à la marge opérationnelle du secteur :

SQLI affiche historiquement des performances en deçà de celles du secteur, avec un différentiel de marge de l'ordre de 3 points de base.

Ainsi, quand les principaux acteurs du secteur (dont GROUPE OPEN SA, AUBAY SA, INFOTEL, NEURONES, UMANIS) affichaient une marge opérationnelle moyenne de 7,8% du chiffre d'affaires en 2019, SQLI générait une marge opérationnelle de 4,1%.

Sur 2020, la marge opérationnelle moyenne des comparables s'est améliorée en 2020 pour s'établir à 7,9%, tandis que la marge opérationnelle de SQLI, fortement impactée par la crise, a chuté à 3,5%.

Figure 11 - Evolution de la marge opérationnelle de SQLI et des principaux acteurs du secteur depuis 2017



Source : Comptes annuels de SQLI et des sociétés présentées

Le résultat financier s'élève à -2,4 M€ sur 2020 et correspond essentiellement au coût de l'endettement financier. Sur l'exercice précédent (2019), un produit financier de 0,5 M€ avait été constaté au titre des différences de change et de l'actualisation des prêts et dettes à long-terme.

■ **Résultat net**

Ainsi le résultat net s'élève à 0,2 M€ à fin 2020 (0,1% du chiffre d'affaires) et 2,8 M€ (2,4% du chiffre d'affaires) à fin juin 2021.



4.4.2 Bilan du Groupe sur la période 2017 - 2020

L'évolution du bilan de SQLI sur la période entre le 31 décembre 2017 et le 30 juin 2021 est résumée ci-après :

Tableau 4 - Evolution du bilan de SQLI sur la période 2017 - 2020

En m€	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	30/06/2021
Ecarts d'acquisition	86,1	85,8	85,8	90,7	89,2
Autres actifs immobilisés	9,6	49,4	46,6	37,4	33,4
Autres actifs non courants	13,1	15,3	15,5	10,2	10,7
Actifs non courants	108,8	150,5	147,9	138,3	133,2
Créances clients et comptes rattachés	59,6	70,0	75,2	63,4	66,8
Autres actifs courants	47,2	25,3	22,2	16,8	23,1
Trésorerie et équivalents de trésorerie	19,3	27,5	20,1	39,8	29,1
Actifs courants	126,1	122,8	117,5	120,0	119,0
Total de l'actif	234,9	273,3	265,4	258,3	252,2
Capitaux propres consolidés	78,5	86,2	94,7	94,3	98,1
Dettes financières	44,8	40,3	34,7	55,5	50,2
Obligations locatives	-	39,4	37,3	27,3	23,6
Provisions	3,5	3,7	4,4	4,8	4,0
Dettes fournisseurs et comptes rattachés	21,8	22,2	23,3	16,0	19,9
Autres passifs non courants	86,2	81,5	70,9	60,3	56,3
Passifs	156,4	187,1	170,7	164,0	154,1
Total du passif	234,9	273,3	265,4	258,3	252,2

Sources : URD 2017 à 2020, comptes consolidés semestriels 30 juin 2021

Les écarts d'acquisition (89,2 M€) représentent plus de 35% du total du bilan. Par nature, lorsque le Groupe réalise des opérations de croissance externe, cela entraîne la reconnaissance de *goodwill* significatifs, l'activité reposant principalement sur le capital humain et les talents. Sur 2020, l'augmentation du poste pour un montant de 4,9 M€ résulte de l'acquisition de REDBOX DIGITAL (UK).

Les Autres actifs immobilisés sont principalement composés des droits d'utilisation relatifs aux contrats de location (20,2 M€). La forte variation du poste en 2018 correspond à l'application de la norme IFRS 16, qui a entraîné la comptabilisation de droits d'utilisation à hauteur de 36,7 M€. Entre 2019 et 2020, les droits d'utilisation relatifs aux contrats de location ont fortement baissé (-10,2 M€), compte tenu notamment de la baisse de la durée d'utilisation projetée relative aux locaux du siège social de SQLI de Levallois jusqu'à fin 2023.

Les Autres actifs non courants (10,7 M€) regroupent les actifs financiers (6,3 M€), les autres actifs non courants (2,5 M€) et les impôts différés actifs (1,8 M€).

Le Groupe possède des déficits fiscaux reportables à hauteur de 26,4 M€ au 30 juin 2021, intégralement localisés en France au sein du groupe d'intégration fiscale. Au 30 juin 2021, seuls 3,9 M€ de déficits sont activés, soit un impôt différé actif de 0,9 M€ comptabilisé.

■ Besoin en fonds de roulement

Le Besoin en Fonds de Roulement (BFR) d'exploitation s'établit historiquement aux alentours de 17% du chiffre d'affaires, en ligne avec les pratiques du secteur. Le BFR global (exploitation et hors exploitation) normalisé s'établit à 13% du chiffre d'affaires.

■ Capitaux propres

La hausse des fonds propres de +4,7% sur la période présentée est liée aux performances opérationnelles de la Société et à la génération de résultat.

■ Structure financière

Tableau 5 - Evolution de l'endettement financier net de SQLI sur la période 2017 – 2020

En m€	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	30/06/2021
Total de l'endettement financier brut	44,8	40,3	34,7	55,5	50,2
Emprunts auprès des établissements de crédit à long terme	42,1	33,8	28,1	47,6	39,8
Emprunts auprès des établissements de crédit à court terme	1,9	5,6	5,6	5,9	9,4
Concours bancaires courants	0,1	0,4	0,3	1,0	0,3
Autres	0,8	0,5	0,7	1,0	0,7
Trésorerie et équivalents de trésorerie	(19,3)	(27,5)	(20,1)	(39,8)	(29,1)
Endettement (trésorerie) financier net	25,6	12,8	14,6	15,7	21,1
<i>taux de croissance %</i>	<i>na</i>	<i>(49,9)%</i>	<i>14,0 %</i>	<i>7,3 %</i>	<i>na</i>

Sources : URD 2017 à 2020, comptes consolidés semestriels 30 juin 2021

Hors PGE, les dettes financières brutes sont principalement relatives à un contrat de crédit de 33 M€ (solde de 17,4 M€ au 30 juin 2021) auprès de BNP Paribas et d'un pool bancaire pour le financement des acquisitions.

Compte tenu d'une trésorerie de 29,1 M€ au 30 juin 2021, l'endettement financier net s'élève à 21,1 M€ à la fin du premier semestre de 2021.

■ Autres éléments du bilan

Les autres passifs non courants comprennent principalement des dettes relatives au personnel et aux organismes sociaux, des dettes relatives à l'état (hors impôt sur les sociétés et dont la TVA) ainsi que des passifs sur contrats qui correspondent aux prestations facturées qui excèdent les prestations produites et valorisées à l'avancement.

À noter que ces dettes incluent le salaire du mois de clôture, versé en début de mois suivant, pour un montant de l'ordre de 2,6 M€ à fin juin 2021.

Les provisions (4,0 M€) sont composées principalement des indemnités de départ à la retraite (2,0 M€) et des indemnités dues au titre des contrats de prévoyance suisses (1,0 M€).

4.4.3 Flux de trésorerie du Groupe sur la période 2017-2021

L'évolution des flux de trésorerie de SQLI sur la période 2017 - 2021 est résumée ci-après :

Tableau 6 - Evolution des flux de trésorerie de SQLI sur la période 2016 - 2020

En m€	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	6 mois
					30/06/2021
Capacité d'autofinancement avant coût de l'endettement financier et impôt	7,9	18,4	20,2	15,8	10,6
Variation du BFR	2,8	7,1	(9,9)	12,2	(8,9)
Impôt sur les sociétés payé (remboursé)	(2,6)	(3,2)	(3,9)	(3,0)	(1,5)
Flux de trésorerie générés par l'exploitation	8,2	22,2	6,4	24,9	0,2
Investissements	(3,4)	(5,8)	(2,9)	(1,8)	(0,8)
Variation de périmètre	(21,5)	(1,9)	(3,5)	(8,4)	(0,0)
Flux de trésorerie générés par l'investissement	(24,9)	(7,7)	(6,4)	(10,2)	(0,8)
Augmentations de capital et dividendes	(1,7)	5,3	3,5	(0,1)	-
Acquisition (cession) de titres d'auto-contrôle	0,1	(0,2)	0,0	(0,2)	0,5
Emissions d'emprunts	39,8	-	4,7	25,0	0,7
Remboursement de dettes et frais financiers	(5,4)	(6,4)	(6,9)	(10,7)	(5,7)
Impact IFRS 16	(1,1)	(5,5)	(8,8)	(9,6)	(4,8)
Flux de trésorerie générés par les opérations de financement	31,7	(6,8)	(7,4)	4,4	(9,3)
Variation de trésorerie	15,0	7,7	(7,5)	19,2	(10,0)
Trésorerie et équivalents de trésorerie au 1er janvier	4,7	19,2	27,0	19,8	38,8
Impact des différences de change	(0,4)	0,1	0,2	(0,1)	(0,0)
Trésorerie et équivalents de trésorerie au 31 décembre	19,2	27,0	19,8	38,8	28,8

Sources : URD 2017 à 2020, comptes consolidés semestriels 30 juin 2021



■ Flux de trésorerie générés par l'exploitation

Sur la période entre le 31 décembre 2017 et le 30 juin 2021, les flux de trésorerie générés par l'exploitation reflètent principalement les variations du résultat net total des entités consolidées, des dotations nettes aux amortissements et provisions ainsi que du BFR.

En 2017, ces flux étaient en amélioration et s'établissaient à 8,2 M€. En 2018, les flux de trésorerie générés par l'exploitation augmentent considérablement jusqu'à atteindre 22,2 M€, en raison notamment d'une croissance du résultat net, d'une hausse du niveau des dotations aux amortissements et provisions ainsi que d'une variation favorable du BFR.

Après une nette baisse en 2019, les flux de trésorerie générés par l'exploitation atteignent 24,9 M€ en 2020, malgré une forte baisse du résultat net dans le contexte de la crise sanitaire. En effet, cette baisse a été compensée par les dotations aux amortissements et provisions ainsi que par une variation favorable du BFR.

Pendant le premier semestre de 2021, les flux de trésorerie générés par l'exploitation de SQLI étaient de 0,2 M€. Ces flux sont très faibles relativement à ceux générés pendant les exercices passés. Cela découle d'une variation très défavorable des passifs et des actifs courants -8,9 M€ due à la forte croissance de l'activité sur le deuxième trimestre.

■ Flux de trésorerie générés par l'investissement

Les flux de trésorerie générés par l'investissement sont en amélioration en 2018. Cela résulte d'une baisse des investissements dédiés à l'acquisition des sociétés. Les variations sont dues au règlement du prix ferme des titres CDLX et des compléments de prix OSUDIO et SQLI UK.

Malgré une amélioration en 2019, les flux de trésorerie générés par l'investissement se dégradent en 2020 et atteignent - 10,2 M€. Cela s'explique par l'acquisition de REDBOX et l'exercice des call OSUDIO et STAR REPUBLIC.

Au cours du premier semestre de 2021, les flux de trésorerie du Groupe générés par l'investissement s'établissaient à -0,8 M€, en amélioration par rapport aux exercices précédents, en raison de la baisse des investissements destinés aux acquisitions des immobilisations et aux acquisitions de participations nettes de la trésorerie acquise.

■ Flux de trésorerie générés par les opérations de financement

Sur la période analysée, les flux de trésorerie générés par les opérations de financement varient en raison de l'évolution de la structure financière de la Société.

En 2017, ces flux se sont établis à 31,7 M€ à la fin de l'exercice. Cela est dû principalement à l'émission d'emprunts de 39,8 M€ pour financer les acquisitions.

En 2018 et en 2019, les flux de trésorerie générés par les opérations de financement se sont établis à -6,8 M€ et à -7,4 M€ respectivement. En effet, la Société a procédé au remboursement de ses emprunts et de ses dettes locatives, qui n'ont pas été compensés par les augmentations de capital qui ont eu lieu pendant ces années.



En 2020, dans le contexte de la crise sanitaire, la Société a contracté un plan garanti par l'état d'un montant de 25,0 M€ afin de sécuriser sa trésorerie. Ainsi, SQLI a réussi à rembourser ses obligations et ses flux de trésorerie liés aux financements étaient de 4,4 M€ à la fin de l'exercice.

Pendant le premier semestre de 2021, les flux de trésorerie générés par les opérations de financement ont atteint -9,3 M€. Ces flux négatifs sont portés principalement par le remboursement d'emprunts (-4,9 M€) et le remboursement des dettes locatives (-4,4 M€).

4.5 Matrice SWOT

Les forces et faiblesses du Groupe, ainsi que les menaces et opportunités auxquelles il est confronté sur ses marchés, sont synthétisées dans la matrice ci-dessous :

Figure 12 - Matrice SWOT de la Société



Sources : Société, analyses Finaxis



5 Evaluation des actions de la société SQLI

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 SQLI en « *standalone* », dont les modalités et résultats sont exposés ci-après.

5.1 Méthodes d'évaluation écartées

Nos travaux nous ont conduits à écarter les méthodes suivantes :

5.1.1 Actif net comptable consolidé

L'actif net comptable n'est généralement pas considéré comme représentatif de la valeur intrinsèque de la Société. Il n'intègre pas, en effet, 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 consolidé (part du Groupe) de SQLI au 30 juin 2021 s'établit à 98,1 M€, soit 21,4€³⁰ par action SQLI sur une base diluée.

5.1.2 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 indépendamment de leur inclusion dans un processus d'exploitation, ce qui n'est pas le cas de SQLI.

5.1.3 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.

Le Groupe n'a pas annoncé de politique de distribution à court et moyen terme, étant rappelé qu'aucun dividende n'a été distribué lors des trois derniers exercices clos. Pour ces raisons, la mise en œuvre de cette méthode ne nous semble pas pertinente.

³⁰ Sur la base de 4.591.102 actions au 30 juin 2021 (cf. §5.3.1).



5.2 Méthodes d'évaluation retenues

Nous avons retenu une approche multicritères qui comprend les références et méthodes d'évaluation suivantes, à titre principal :

- La référence au cours de bourse du titre SQLI ;
- La référence aux transactions récentes intervenues sur le capital de SQLI ;
- La méthode intrinsèque de l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels (ci-après « DCF »).

À titre secondaire, nous avons retenu :

- La méthode analogique fondée sur les comparables boursiers ;
- La méthode analogique fondée sur les transactions comparables ;
- La référence aux objectifs de cours des analystes.

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

5.3 Données de référence de la société SQLI

5.3.1 Nombre de titres retenu

Nos calculs sont réalisés sur la base du nombre d'actions composant le capital social au 30 juin 2021 (4.613.975 actions), diminué du nombre d'actions auto-détenues par la Société (47.873 actions) à cette même date, soit un nombre d'actions de 4.566.102.

Les instruments dilutifs en circulation à date correspondent aux i) stock-options et ii) aux actions gratuites :

- Il existe des plans de stock-options (relatifs aux plans de février et octobre 2017). Ces 24.092 stock-options en circulation ne sont pas dans la monnaie (prix d'exercice de 32,04€) au regard du prix d'Offre. Leur impact dilutif n'a donc pas été pris en compte ;
- Il existe 25.000 actions gratuites en circulation restant à exercer (15.000 actions gratuites au titre du plan du 8 mars 2021, 7.000 actions gratuites au titre du plan du 26 mai 2021 et 3.000 actions gratuites au titre du plan du 23 août 2021).

Sur ces bases, le nombre d'actions retenu dans le cadre de nos travaux d'évaluation s'établit à 4.591.102.



Tableau 7 - Nombre d'actions dilué retenu au 30 juin 2021

	30/06/2021
Nombre d'actions composant le capital social	4 613 975
Retraitement de l'autocontrôle	(47 873)
Prise en compte des instruments dilutifs	25 000
<i>dont actions gratuites</i>	25 000
<i>dont stock-options</i>	0
Total	4 591 102

Sources : Société, analyses FINEXSI

5.3.2 Dette financière nette

Les ajustements permettant le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres ont été déterminés sur la base des éléments de trésorerie et de dette financière de SQLI tels qu'ils figurent dans les comptes consolidés du Groupe au 30 juin 2021.


La dette financière nette ajustée au 30 juin 2021 a été déterminée comme suit :

Tableau 8 - Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres SQLI au 30 juin 2021 avant IFRS 16

En k€	30/06/2021
Emprunts auprès des établissements de crédit	(49 235)
Autres dettes financières non courantes	(170)
Autres dettes financières courantes	(813)
Trésorerie et équivalents de trésorerie	29 100
Trésorerie (dette financière) nette	(21 118)
Engagements envers le personnel nets des IDA comptabilisés	(2 372)
Provisions pour risques et charges après impôts	(316)
Autres actifs non courants (créances CIR)	2 541
Option d'achat Redbox	(2 089)
Option d'achat Osudio	(2 327)
Option d'achat Star Republic	(394)
Option d'achat Codelux	(264)
Valeur actuelle de l'économie potentielle liée aux déficits fiscaux reportables	2 726
Ajustement du décalage de paiement des salaires en France	(2 625)
Ajustements	(5 120)
Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres - cash / (dette)	(26 238)

Sources : Société, analyses FINEXSI





L'endettement financier net (hors prise en compte de la dette IFRS 16) s'établissant à 21.118 k€ au 30 juin 2021, n'appelle pas de commentaires particuliers de notre part. Nous avons retraité l'endettement financier net des principaux éléments suivants :

- Les engagements envers le personnel d'un montant de -2.372 k€ (nets de l'impôt différé actif comptabilisé) au 30 juin 2021 correspondant aux indemnités de départ à la retraite et aux contrats de prévoyance suisse ;
- Les provisions pour risques et charges d'un montant de -316 k€ (après impôts) correspondant principalement à des litiges de personnel et à des litiges fiscaux de SQLI BELGIUM et SQLI MAROC ;
- Les autres actifs non courants correspondant à des créances de CIR pour un montant de 2.541 k€ au 30 juin 2021 ;
- Les dettes liées aux options d'achat portant sur le solde des titres REDBOX, OSUDIO, STAR REPUBLIC et CODELUX pour un montant total de -5.074 k€. Il est à noter que les flux au titre de ces sociétés ont été retenus à 100% dans le plan d'affaires ;
- Les déficits fiscaux pour un montant de 2.726 k€ au 30 juin 2021 (dont 938 k€ activés). Ces déficits fiscaux ont été actualisés en fonction de leur horizon de consommation sur l'horizon explicite du plan d'affaires puis intégrés dans notre calcul de dette financière nette. Ils ne sont par conséquent pas retenus en diminution de la charge d'impôt calculée dans le DCF ;
- L'ajustement du décalage des salaires de juin 2021 en France payés début juillet 2021 pour un montant de -2.625 k€, étant précisé que la dette correspondante a été retraité du BFR à fin juin 2021.

Après retraitements, l'endettement financier net, hors prise en compte de la dette IFRS 16, s'établit à -26.238 k€ au 30 juin 2021.

Il est par ailleurs précisé que, pour nos différents calculs et analyses, nous avons considéré des agrégats ne tenant pas compte de l'application de la norme IFRS 16 dans la mesure où (i) ces agrégats avant retraitements IFRS 16 permettent de mieux refléter la situation patrimoniale et la performance financière réelle de la Société, notamment en termes de génération de trésorerie, et où (ii) l'incidence de cette norme a été retraitée dans le plan d'affaires du management sur lequel se fondent nos analyses. En conséquence, la trésorerie nette présentée ci-avant n'intègre pas la dette IFRS 16 relative aux loyers d'un montant de 23,6 M€ au 30 juin 2021.





5.4 Mise en œuvre de la valorisation SQLI

5.4.1 Analyse du cours de bourse de SQLI (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 SQLI sont cotées sur le marché NYSE EURONEXT PARIS (code ISIN : FR0011289040). Nous rappelons que les actions SQLI ont été introduites en bourse le 21 juillet 2000.

Nous avons analysé le cours de bourse du titre avant l'annonce de l'Offre *i.e.* jusqu'à la clôture du jeudi 23 septembre 2021. En effet, DBAY ADVISORS a annoncé le 23 septembre 2021 après clôture du marché, le projet d'Offre Publique d'Achat (OPA) volontaire en numéraire au prix de 30,0€ par action SQLI augmenté d'un complément de prix potentiel de 0,25€ par action si le seuil de mise en œuvre du retrait obligatoire de 90% est atteint à l'issue de l'Offre. Il est à noter qu'à la suite de la conclusion d'un engagement d'apport à l'OPA par un des actionnaires, DBAY ADVISORS a annoncé le 11 octobre 2021 un relèvement du prix d'Offre à 31,0€ par action SQLI, sans complément de prix.

5.4.1.1 Evolution du cours de bourse du titre SQLI

Le cours de bourse du titre SQLI a évolué comme suit sur une période de deux ans (du 23 septembre 2019 au 23 septembre 2021).





Nous distinguons trois phases d'évolution du cours sur la période analysée. La première phase correspond à la période précédant l'impact de la crise de la Covid-19 sur les marchés financiers et s'étend de septembre 2019 à mi-février 2020. La deuxième phase s'étend de mi-février 2020 à fin octobre 2020 et tient compte de l'impact de la crise sanitaire ainsi que de la reprise qui a suivi. Quant à la dernière phase, celle-ci s'étend de début novembre 2020 au 23 septembre 2021.

1. Sur une période de 6 mois avant la chute des marchés financiers liée à la crise de la Covid-19, le cours du titre SQLI a oscillé entre un plus bas à 16,86€ atteint le 26 novembre 2019 et un plus haut à 24,50€ atteint le 31 décembre 2019.

Le 14 novembre 2019, la Société a annoncé un chiffre d'affaires du troisième trimestre 2019 (+1,6%) en deçà des attentes (**n°1**). Bien que le pôle *Commerce & Expérience* ait été résilient (+7,0%), le pôle *Digital & Technology* fait état d'une baisse de -2,2% au troisième trimestre 2019 à 30,8 M€, ce qui explique principalement la baisse du cours à son niveau le plus bas sur la période.

Un mois plus tard, la Société a annoncé le 18 décembre 2019, l'évolution de son actionnariat avec la cession par le fonds NOBEL et par AMAR FAMILY OFFICE de leurs participations respectives de 9,85% et 11,98% du capital de SQLI au prix de 28€ par action au profit de DBAY ADVISORS, dans le cadre d'une transaction hors marché (**n°2**). Cette opération a soutenu le cours de bourse qui fait état d'une croissance de +37,6% depuis la veille de l'annonce jusqu'au 31 décembre 2019 pour atteindre son point le plus haut (24,50€).

Ainsi, sur cette première phase, le cours du titre SQLI a augmenté de +21,5%, tandis que l'EURO STOXX TOTAL MARKET SOFTWARE & COMPUTER SERVICES a quant à lui progressé de +15,6%.

2. L'apparition de la crise de la Covid-19 (**n°3**) s'est traduite par une forte baisse du cours de bourse qui a atteint un point bas le 16 mars 2020 à 14,14€, chutant ainsi de -40,1% par rapport au cours du 19 février 2020 (23,60€). Depuis ce point bas, et jusqu'à la fin du mois d'octobre 2020, l'évolution du cours a été hétérogène. Une première tendance haussière (+67,1%) rythmée par la résilience du secteur et l'essor du télétravail dans le contexte de la crise sanitaire, s'établit entre son point le plus bas à 14,00€ datant du 3 avril 2020 et son point le plus haut à 23,40€ le 18 août 2020. La deuxième tendance plutôt baissière s'entend dans le contexte de la démission du Directeur Général et de l'annonce de nouveaux confinements en Europe dès la mi-octobre 2020. Sur cette deuxième phase, le cours de l'action SQLI a évolué comme suit au rythme des annonces de la Société :

- La publication des résultats annuels de l'exercice 2019 une semaine après l'annonce du premier confinement en France, fait état d'une croissance du chiffre d'affaires de +2,9%, en plus d'une gestion maîtrisée des coûts permettant au Groupe d'augmenter son EBIT de +21,3% et son résultat net de 52% (**n°4**). Malgré ces bons résultats, le cours de l'action chute dans le contexte de la crise de la Covid-19 pour atteindre son point le plus bas sur l'ensemble des deux ans à 14,00€ le 3 avril 2020 ;
- Le rebond du marché qui s'ensuit est favorable à SQLI sur fond de bonne performance de l'ensemble des acteurs du digital, grâce notamment à la généralisation du télétravail. Il est à noter que le 10 juillet 2020, les fondateurs de DEVOTEAM initient une OPA sur les actions DEVOTEAM non encore détenues (**n°5**). Cette annonce profite au cours de SQLI qui fait état d'une hausse de +17,7% sur les deux séances consécutives ;



- Lors des résultats du premier semestre 2020 publiés le 28 juillet 2020 (**n°6**), la Société annonce anticiper un EBIT positif pour l'ensemble de l'exercice 2020, ce qui permet de soutenir le cours de bourse sur le début du mois d'août avant d'atteindre le point haut de la période à 23,40€ le 18 août 2020 ;
- La démission du Directeur Général, Monsieur Didier FAUQUE, le 24 septembre 2020 (**n°7**) en désaccord stratégique avec le Conseil d'administration ainsi que les annonces des deuxièmes confinements en Europe peuvent expliquer la baisse du cours de bourse qui atteint 17,65€ le 30 octobre 2020.

Ainsi, sur cette deuxième phase, le cours du titre SQLI a augmenté de +24,8%, tandis que l'EURO STOXX TOTAL MARKET SOFTWARE & COMPUTER SERVICES a quant à lui progressé de +20,1%.

3. La gestion de la crise sanitaire ainsi que les spéculations autour d'une éventuelle offre publique de la part de DBAY ADVISORS se reflètent au travers de l'évolution du cours de bourse. En effet, sur cette dernière phase, le cours de l'action SQLI extériorise une croissance de +48,4% contre +27,0% pour l'EURO STOXX TOTAL MARKET SOFTWARE & COMPUTER SERVICES.

- L'annonce, le 2 février 2021, du chiffre d'affaires 2020 (**n°8**) (résultats complets publiés le 10 mars 2021 (**n°9**)) porté par les activités du Groupe à l'international est saluée par le marché (+7,3% sur les 4 séances consécutives au 2 février 2020) ;
- Il est à noter que le cours de l'action SQLI est soutenu, en particulier sur cette troisième phase, par l'intensification des spéculations autour d'une éventuelle offre publique de la part de DBAY ADVISORS, comme en témoignent certains articles de presse et notes d'analystes :
 - LES ECHOS INVESTIR publie le 3 février 2021 son analyse du chiffre d'affaires 2020 de la Société et mentionne qu'il existe un aspect spéculatif³¹ sur le titre ;
 - L'action SQLI intègre la liste publiée le 9 avril 2021 par PORTZAMPRAC BNP PARIBAS des 5 actions à suivre, ce qui soutient notamment la hausse du cours jusqu'à 25,40€ atteint le 13 avril 2021 (**n°10**) ;
 - ODDO BHF revoit à la hausse son objectif de cours dans sa note³² du 28 juillet 2021 et mentionne qu'il est probable que DBAY ADVISORS « adopte une attitude plus offensive dans les prochains mois ».
- La publication du chiffre d'affaires du premier semestre 2021 le 27 juillet 2021 (**n°11**) faisant état d'un rebond de l'activité en France et d'une poursuite de la croissance organique à l'international, justifie la hausse progressive du cours de bourse jusqu'à son point haut sur la période atteint le 6 août 2021 à 27,20€ ;

³¹ LES ECHOS INVESTIR, Monsieur Ahmed NJIKAM, 3 février 2021 : « Il existe par ailleurs un aspect spéculatif dans ce dossier, lié à la présence du fonds DBAY ADVISORS au capital ».

³² ODDO BHF, note publiée le 28 juillet 2021, Nicolas THOREZ : « l'amélioration progressive de la situation pourrait réveiller la spéculation autour d'une prise de contrôle majoritaire de DBAY ADVISORS [...] le fonds pourrait adopter une attitude plus offensive dans les prochains mois (l'historique de DBAY plaide généralement pour une OPA/OPR dans les 24 mois après une 1ère participation minoritaire) ».

- Cette dernière publication est confirmée par celle du 23 septembre 2021 (n°12) faisant état des résultats complets du premier semestre 2021 en ligne avec les objectifs annuels³³. Le cours de bourse clôture à 27,90€ le 23 septembre 2021 avant annonce de l'Opération.

Le cours avant l'annonce de l'Offre (*i.e.* à la clôture du 23 septembre 2021) s'établissait à 27,90€. Après l'annonce de l'Offre, le cours du titre SQLI s'est ajusté sur le prix d'Offre, puis l'a dépassé à compter du 15 octobre 2021 (31,10€).

L'analyse précédente de l'évolution du cours de l'action SQLI sur cette période témoigne, au-delà des perturbations macroéconomiques liées à la crise de la Covid-19, de la volatilité importante du cours (cf. ci-après).

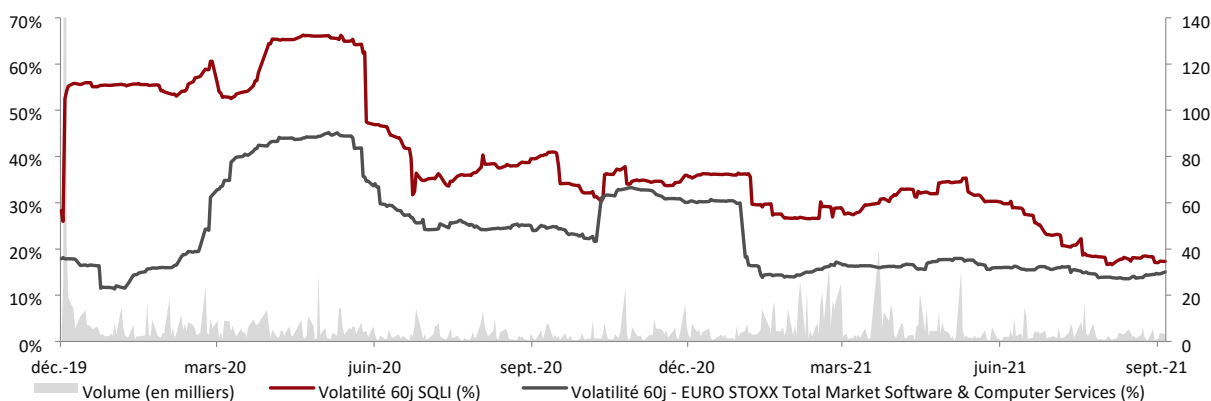
5.4.1.2 Analyse de la volatilité du titre SQLI

La volatilité d'un titre est une mesure du niveau d'incertitude sur sa rentabilité en bourse. Elle est par conséquent utilisée comme base de la mesure du risque d'un actif financier.

Compte tenu du parcours boursier de SQLI au cours des deux dernières années et notamment de la sensibilité du cours à la publication des résultats de la Société, il paraît pertinent d'observer l'évolution de la volatilité du titre en bourse sur cette période.

La volatilité historique (60 jours) calculée sur les rentabilités quotidiennes du titre SQLI sur les 20 derniers mois par rapport à l'indice EURO STOXX TOTAL MARKET SOFTWARE & COMPUTER SERVICES, est présentée ci-après.

Figure 14 - Analyse de la volatilité 60 jours du titre SQLI par rapport à l'EURO STOXX TOTAL MARKET SOFTWARE & COMPUTER SERVICES jusqu'au 23 septembre 2021



Source : C APITAL IQ, analyses F INEXSI

Au-delà de l'accroissement de la volatilité lié à la crise de la Covid-19, celle-ci est toujours restée supérieure à celle du marché sur la période analysée où elle atteint en moyenne 38,8% contre 23,4% pour l'EURO STOXX TOTAL MARKET SOFTWARE & COMPUTER SERVICES.

³³ Communiqué de presse du premier semestre 2021 datant du 23 septembre 2021 « SQLI ambitionne de réaliser un chiffre d'affaires consolidé en croissance sur l'ensemble de l'exercice et d'améliorer de 2 points sa marge opérationnelle courante consolidée annuelle (3,4% en 2020) ».

5.4.1.3 Analyse de la liquidité du titre SQLI

Avant l'annonce de l'Offre, 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 se présentent comme suit sur une période de vingt-quatre mois :

Tableau 9 - Analyse des cours moyens pondérés par les volumes jusqu'au 23 septembre 2021

Cours moyens pondérés par les volumes	en €/action	Prime / (décote) induite par le prix d'offre de 31€	Volumes échangés (en K)		Capital échangé (en K)		% du capital		% du flottant	
			Moyens	Cumulés	Moyen	Cumulé	Volume échangé	Rotation du capital	Volume échangé	Rotation du flottant
Spot (23/9/2021)	27,90	+11,1 %	10,0	10	273	273	0,2 %	0,2 %	0,4 %	0,4 %
CMPV 1 mois	26,15	+18,6 %	3,0	69	78	1 801	0,1 %	1,5 %	0,1 %	2,8 %
CMPV 60 jours	25,95	+19,5 %	3,2	192	83	4 984	0,1 %	4,2 %	0,1 %	7,9 %
CMPV 3 mois	25,72	+20,5 %	3,6	236	92	6 058	0,1 %	5,2 %	0,1 %	9,7 %
CMPV 6 mois	24,36	+27,2 %	4,5	586	110	14 271	0,1 %	12,9 %	0,2 %	24,1 %
CMPV 12 mois	21,89	+41,6 %	4,9	1 261	107	27 603	0,1 %	27,8 %	0,2 %	51,8 %
CMPV 24 mois	20,40	+52,0 %	5,9	3 034	121	61 900	0,1 %	66,8 %	0,2 %	118,7 %
Plus haut 12 mois (23/9/2021)	27,90									
Plus bas 12 mois (28/10/2020)	17,40	+11,1 %								
Plus haut 24 mois (23/9/2021)	27,90	+78,2 %								
Plus bas 24 mois (3/4/2020)	14,00	+11,1 %								
		+121,4 %								

Sources : CAPITAL IQ, analyses FINEXSI

Sur 24 mois d'observation, le volume d'actions échangées s'élève à 3,0 millions (soit environ 5,9 milliers de titres par jour de cotation). Sur cette même période, la rotation du capital s'établit à 66,8% et la rotation du capital flottant s'établit quant à elle à 118,7%.


La liquidité et la rotation du flottant s'établissent à des niveaux suffisants pour retenir le cours de bourse comme une référence de valorisation pertinente.

Au cours des 24 derniers mois avant la date d'annonce de l'Offre, le cours de l'action SQLI a oscillé entre un plus haut atteint le 23 septembre 2021 à 27,90€ et un plus bas atteint le 3 avril 2020 à 14,00€. Sur la base du cours de clôture précédant l'annonce de l'Offre (le 23 septembre 2021) et du CMPV 60 jours, le prix d'Offre extériorise respectivement une prime de +11,1% et de +19,5%. L'analyse des CMPV sur les douze derniers mois extériorise des primes comprises entre +18,6% et +41,6%.

5.4.2 Analyse des transactions récentes intervenues sur le capital de SQLI (à titre principal)

Comme indiqué ci-avant, la Société a annoncé le 18 décembre 2019, un accord portant sur la signature d'un contrat de cession de deux blocs minoritaires représentant ensemble 21,83% du capital de SQLI par le fonds NOBEL (9,85%) et par AMAR FAMILY OFFICE (11,98%), au profit de DBAY ADVISORS, dans le cadre d'une transaction hors marché.

La contrepartie en numéraire s'est établie à 28,0€ par action SQLI. Il est précisé que nous avons obtenu et pris connaissance des contrats d'acquisition (*Share Purchase Agreement*) des deux blocs conclus le 17 décembre 2019. Ces contrats mentionnent un ajustement du prix sur le prix d'offre d'une éventuelle offre publique volontaire ou obligatoire qui serait déposée auprès de l'AMF



par DBAY ADVISORS dans les neuf mois suivant la date de réalisation (le 20 décembre 2019). Compte tenu de la date de la présente Offre (le 23 septembre 2021), le dit complément de prix est caduc. Il est à noter qu'aucune autre modalité n'est susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation du prix d'Offre.

Nous considérons donc que l'acquisition des deux blocs minoritaires (représentant 21,83% du capital de SQLI) clôturée il y a moins de deux ans, constitue une référence de valorisation pertinente des titres de la Société. De plus, en leur qualité d'actionnaires de la Société ayant une connaissance approfondie du secteur, les cédants se trouvaient en position d'apprécier en toute connaissance de cause le prix proposé par DBAY ADVISORS. Le prix de 28,0€ par action constitue donc une référence de valorisation des titres SQLI.

Le présent prix d'Offre extériorise ainsi une prime de +10,7% par rapport au prix de 28,0€ payé par DBAY ADVISORS en décembre 2019, qui faisait état lui-même d'une prime de +57,3% par rapport au cours de clôture du 17 décembre 2019.

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

La méthode de l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels 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 de SQLI. 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.

5.4.3.1 Présentation du plan d'affaires 2021E - 2025E du management

À la suite d'une étude stratégique menée par le cabinet ROLAND BERGER, le management a établi un plan d'affaires sur la période 2021E - 2025E, qui a été approuvé par le Conseil d'administration de la Société du 23 juillet 2021. Ce plan d'affaires, construit selon une approche « *top-down* », intègre des effets de croissance externe que nous avons retraités afin de raisonner sur un plan d'affaires « *standalone* »³⁴ (ci-après le « Plan d'Affaires »). Ce dernier traduit les ambitions du management en termes de croissance et d'amélioration de la rentabilité du Groupe afin de tendre vers un niveau de marge plus représentatif du secteur.

Bien que la crise de la Covid-19 ait eu un impact sur l'exercice 2020, le management anticipe que celle-ci soit un catalyseur de l'accélération de la transformation digitale et de l'e-commerce à moyen terme.

Afin de soutenir la croissance attendue, de nouvelles ressources sont allouées avec notamment une accélération de l'offre *nearshore* au Maroc dans l'optique de doubler la production d'ici 2025. Le management prévoit une croissance plus faible des coûts indirects par rapport à la croissance du chiffre d'affaires en anticipant également une réduction de la sous-traitance de 20% à 13% permettant ainsi d'améliorer les marges.

Les principales hypothèses de ce Plan d'Affaires sont les suivantes :

- Un taux de croissance annuel moyen du chiffre d'affaires de +5,5% entre 2020 et 2025E, tiré par l'international qui fait état d'une croissance annuelle moyenne de +6,8% sur cette période (+4,3% pour la France), étant précisé que le chiffre d'affaires 2023E global du Groupe est attendu supérieur au niveau d'avant crise observé en 2019. Il est à noter que ce niveau de croissance organique attendu est supérieur aux croissances organiques historiques du Groupe (moyenne de +0,4%¹⁷ entre 2016 et 2020) ;
- Un taux de marge opérationnelle courante 2021E en ligne avec la *guidance* annoncée (« *amélioration de 2 points de la marge opérationnelle courante consolidée annuelle* »¹⁸), qui augmente ensuite pour atteindre 9,6% en 2025E ;
- Le Plan d'Affaires fait état de CAPEX annuel représentant en moyenne 1% du chiffre d'affaires.


Pour les besoins de nos travaux d'évaluation, nous avons par ailleurs retenu :

- Un taux d'impôt sur les sociétés de 25,83% (en ce compris la contribution sociale de 3,3%) pour la France et de 22,0% à l'international, soit un taux d'impôt sur les sociétés pondéré à l'échelle du Groupe de 23,4%. Il est à noter que nous avons retenu également un niveau de cotisation sur la valeur ajoutée (CVAE) stable à 0,6% du chiffre d'affaires sur l'horizon explicite du Plan d'Affaires ;

³⁴ Nous précisons qu'à ce jour, aucune discussion n'est en cours concernant des opérations de croissance externe.

¹⁷ Croissance organique moyenne de +3,9% entre 2016 et 2019, *i.e.* sans prise en compte de l'impact de la crise de la Covid-19 observé en 2020 (-13,3% à périmètre constant).

¹⁸ Communication des résultats semestriels 2020

- 
- Une variation du BFR normalisé représentant en moyenne 13% de la croissance du chiffre d'affaires, en ligne avec la moyenne observée sur les trois derniers exercices clos.

Ce Plan d'Affaires, qui traduit les ambitions du management, repose sur la capacité du management à délivrer les performances opérationnelles et commerciales ambitieuses attendues et présente donc un risque d'exécution notamment en France qui souffre de pressions sur les ressources humaines. Les principaux agrégats, chiffre d'affaires et taux de marge d'EBIT, sont attendus à des niveaux nettement supérieurs aux niveaux historiques, mais restent cohérents par rapport aux normes du secteur, étant précisé que la croissance attendue sur l'horizon explicite du Plan d'Affaires est à mettre en regard des plus faibles performances observées sur les exercices précédents par rapport aux références de marché.

Détermination des flux de trésorerie

Norme IFRS 16

Le Plan d'Affaires n'intègre pas les effets de la norme IFRS 16, ce qui signifie que les charges de loyers sont prises en compte dans la détermination des flux de trésorerie.

En conséquence, nous n'avons pas retenu la dette relative aux contrats de location telle que reconnue par IFRS 16 dans le calcul de l'endettement financier net (cf. §0).

Impôts sur les sociétés

Nous avons modélisé l'impôt sur les sociétés en retenant le taux d'imposition théorique pondéré applicable à l'échelle du Groupe, soit 23,4% en fin de plan.

Comme indiqué ci-avant, 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 dette financière nette pour leur montant actualisé (cf. §0).

Actualisation des flux

Nous avons actualisé les flux de trésorerie à mi-année à compter du 30 juin 2021, date à laquelle la dette financière nette ajustée est déterminée.

Flux normatif

Un taux de croissance à l'infini de 1,5% a été appliqué au flux normatif, ce qui apparaît en milieu de fourchette des taux de croissance long terme actuellement observés en matière d'évaluation financière.





Le flux normatif a été construit sur la base d'un taux de marge opérationnelle courante correspondant à celui de la dernière année du Plan d'Affaires, soit 9,6%. Il s'agit selon nous d'une référence ambitieuse, jamais atteinte au cours des 5 derniers exercices clos et qui tend vers la marge sectorielle observée chez les comparables boursiers les plus pertinents, ce qui est favorable à l'actionnaire. Nous rappelons que la Société a publié une marge opérationnelle courante de 3,4% en 2020 (contre 5,5% en 2019), étant précisé que le consensus anticipe une marge opérationnelle courante de 5,6% pour l'exercice 2021.

Les dotations aux amortissements ont été fixées au niveau des investissements.

Le taux d'impôt normatif correspond au taux pondéré susmentionné, soit 23,4%. Un niveau normatif de cotisation sur la CVAE est retenu à 0,6% du chiffre d'affaires.

La variation du BFR d'exploitation est retenue en ligne avec le niveau observé en dernière année du Plan d'Affaires.

Un CAPEX normatif représentant 1% du chiffre d'affaires annuel est retenu dans le flux terminal.

Taux d'actualisation

Nous avons retenu le coût moyen pondéré du capital de la Société pour actualiser les flux de trésorerie futurs. Ce coût a été estimé à 10,62% sur la base :

- D'un taux sans risque de -0,12% correspondant au taux moyen OAT TEC 10 (moyenne un an, calculée au 30 septembre 2021, source : BANQUE DE FRANCE) ;
- D'une prime de risque de 7,75% (moyenne un an des primes de risques ASSOCIES EN FINANCE au 30 septembre 2021) ;
- D'un bêta sectoriel désendetté des comparables de 1,16 (Source : CAPITAL IQ) ;
- D'une prime de taille de 2,0% reflétant le risque additionnel de la Société du fait de sa moindre taille par rapport aux sociétés de l'échantillon retenu pour les comparables boursiers (cf. §5.4.4) (Source : IBBOTSON) ;
- D'un coût de la dette avant impôt de 3,2%, correspondant à la moyenne observée sur les 5 derniers exercices clos ;
- D'un Gearing calculé sur la base de l'endettement financier net de la Société et de la capitalisation boursière au 30 juin 2021, soit un ratio dette nette / fonds propres de 18,8%.

Résultats de l'évaluation et analyses de sensibilité

Sur ces bases, la valeur d'entreprise de SQLI ressort à 161,7 M€. Compte tenu de la dette financière nette présentée ci-avant, le montant des fonds propres s'établit en valeur centrale à 135,5 M€, soit 29,51€ par action SQLI.



Les sensibilités de la valeur par action SQLI à une variation combinée (i) 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), et (ii) du taux d'actualisation (de -0,5 point à +0,5 point) et du taux de marge opérationnelle courante normatif (de -0,5 point à +0,5 point) sont présentées ci-après.

Tableau 10 - Analyse de sensibilité à une variation combinée du taux de croissance à l'infini et du taux d'actualisation

		CMPC (%)				
		10.1%	10.4%	10.6%	10.9%	11.1%
Croissance à l'infini (%)	2,00%	33,66	32,41	31,24	30,13	29,09
	1,75%	32,65	31,47	30,35	29,30	28,31
	1,50%	31,69	30,57	29,51	28,51	27,56
	1,25%	30,80	29,73	28,72	27,77	26,86
	1,00%	29,95	28,93	27,97	27,06	26,19

Source : analyses FINEXSI

Tableau 11 - Analyse de sensibilité à une variation combinée de la marge opérationnelle courante normative et du taux d'actualisation


		CMPC (%)				
		10,1%	10,4%	10,6%	10,9%	11,1%
Marge opérationnelle courante normative (%)	10,0%	34,13	32,92	31,77	30,69	29,67
	9,5%	32,91	31,75	30,64	29,60	28,62
	9,0%	31,69	30,57	29,51	28,51	27,56
	8,5%	30,48	29,40	28,39	27,42	26,51
	8,0%	29,26	28,23	27,26	26,33	25,46

Source : analyses FINEXSI

5.4.4 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 et aux agrégats jugés pertinents.

Les sociétés que nous avons identifiées opèrent toutes dans le secteur des Entreprises de Services Numériques (ESN). Néanmoins, celles-ci présentent des mix produits plus ou moins diversifiés.



De surcroît, elles disposent de positionnements géographiques et de structures de coûts différents, ce qui peut justifier entre autres des différences de rentabilité opérationnelle. Il est à noter également que certains acteurs disposent d'un effet d'échelle plus important que celui de SQLI, leur permettant d'investir davantage en R&D et de réaliser des opérations de croissance externe créatrices de valeur.

Pour ces raisons, nous présentons la méthode des comparables boursiers à titre secondaire dans la mesure où il n'existe pas de société qui soit pleinement comparable à SQLI. Nous avons toutefois identifié onze sociétés cotées intervenant dans le secteur des services informatiques et numériques et présentant une activité similaire à celle de SQLI, allant de l'intégration de services applicatifs, l'assistance technique aux prestations de services de transformation digitale (expérience client, e-commerce, etc.).

L'échantillon retenu se restreint aux onze sociétés suivantes, celles-ci étant considérées comme les plus comparables de SQLI pour les raisons évoquées ci-après :

- **DIGIA OYJ** est une société finlandaise qui (i) propose une offre *data*, (ii) fournit des prestations aux entreprises (e-commerce, systèmes internes, CRM, progiciels de gestion, etc.), (iii) propose une offre *Cloud* et (iv) offre des conseils pour améliorer l'expérience des clients, les aider à optimiser leurs données et à mieux gérer leurs systèmes informatiques. DIGIA OYJ s'adresse principalement à des professionnels de l'industrie, des services financiers, du secteur public, ainsi que d'autres secteurs. DIGIA OYJ opère quasiment exclusivement en Finlande (plus de 99% du chiffre d'affaires 2020). Au 31 décembre 2020, DIGIA OYJ a réalisé 139 M€ de chiffre d'affaires pour 14,1 M€ d'EBIT représentant une marge d'EBIT de 10,1% ;
- **AUBAY S.A.** est une société française qui propose des services de transformation digitale (gestion et développement d'applications mobiles, *Cloud*, objets connectés, *Big Data*, etc.) et d'industrialisation des systèmes d'information. AUBAY S.A. s'adresse principalement à des grands comptes (59% du chiffre d'affaires 2020) notamment dans les secteurs (i) financiers (36 % du chiffre d'affaires 2020), (ii) des assurances et de la protection sociale (22% du chiffre d'affaires 2020), (iii) des télécommunications, média et jeux (11% du chiffre d'affaires 2020) ainsi que (iv) d'autres activités (26% du chiffre d'affaires 2020). AUBAY S.A. opère (i) en France (51% du chiffre d'affaires 2020), et (ii) en Europe de l'Ouest (49% du chiffre d'affaires 2020). Au 31 décembre 2020, AUBAY S.A. a réalisé 426,4 M€ de chiffre d'affaires pour 41,2 M€ d'EBIT représentant une marge d'EBIT de 9,7% ;
- **INFOTEL S.A.** est une société française qui propose des prestations de conseil, d'étude, d'audit de systèmes informatiques (pilotage de projets digitaux, accompagnement digital et innovation) et de maintenance applicative (96% du chiffre d'affaires 2020) et développe des logiciels pour assister les entreprises dans des domaines tels que l'aide à l'exploitation des grandes bases de données relationnelles, l'archivage, la gestion des données, la qualité et l'amélioration des performances d'applications (4% du chiffre d'affaires 2020). INFOTEL S.A. s'adresse principalement à des professionnels de (i) la banque et de la finance (41% du chiffre d'affaires en 2020), (ii) des assurances et des retraites (14% du chiffre d'affaires en 2020), (iii) de l'industrie (25% du chiffre d'affaires en 2020) et (iv) des transports, services, télécoms, distribution et administration (17% du chiffre d'affaires en 2020). INFOTEL S.A. opère essentiellement en France (90 % du chiffre d'affaires 2020) et en Europe (hors France, 8% du chiffre d'affaires 2020). Au 31 décembre 2020, INFOTEL S.A. a réalisé 235,2 M€ de chiffre d'affaires pour 16,7 M€ d'EBIT représentant une marge d'EBIT de 7,1% ;

- UMANIS S.A.** est une société française qui propose des services (i) de gestion de données (*Big Data*) et d'Intelligence Artificielle (IA), (ii) d'infrastructures et de *Cloud*, (iii) d'expérience digitale, (iv) d'intégration, (v) de solutions métiers. UMANIS S.A. s'adresse à des professionnels (i) de la banque des assurances et des mutuelles, (ii) du secteur public, de la distribution, de l'industrie et du transport et (iii) des biotechnologies, des télécommunications, de l'énergie et des médias. UMANIS S.A. opère en France, au Luxembourg, en Suisse, en Espagne et au Maroc. Au 31 décembre 2020, UMANIS S.A. a réalisé 214,9 M€ de chiffre d'affaires pour 17,3 M€ d'EBIT représentant une marge d'EBIT de 8,0%. Il est à noter que le titre UMANIS n'est suivi que par une seule analyse (GILBERT DUPONT) ;
- NEXTEDIA S.A.** est une entreprise française qui (i) propose aux entreprises des services pour l'expérience clients (53% du chiffre d'affaires 2020) et (ii) fournit aux entreprises des prestations de Cybersécurité, *Cloud & Digital Workplace* (47% du chiffre d'affaires 2020). NEXTEDIA S.A. s'adresse principalement à des professionnels de (i) la banque & des assurances, (ii) la santé, les mutuelles & prévoyances, (iii) les média & télécoms, (iv) le tourisme & les transports, (v) la distribution, la beauté et le luxe et (vi) l'industrie & l'énergie. NEXTEDIA S.A. opère quasiment exclusivement en France (plus de 98% du chiffre d'affaires 2020). Au 31 décembre 2020, NEXTEDIA S.A. a réalisé 26,1 M€ de chiffre d'affaires pour 1,5 M€ d'EBIT représentant une marge d'EBIT de 5,9% ;
- STARTEK, INC.** est une entreprise américaine qui propose des solutions pour améliorer l'expérience clients grâce à (i) l'implémentation de technologies, (ii) le développement de logiciels de support pour le *back-office* et à (iii) une offre *Cloud*. STARTEK, INC. s'adresse principalement à des professionnels des (i) télécoms (34% du chiffre d'affaires 2020), (ii) de l'e-commerce (16% du chiffre d'affaires 2020), (iii) des médias (15% du chiffre d'affaires 2020), (iv) de la santé et de l'éducation (10% du chiffre d'affaires 2020), (v) des voyages et du tourisme (9% du chiffre d'affaires 2020), (vi) de la finance et des services aux entreprises (8% du chiffre d'affaires 2020) et (vii) d'autres secteurs d'activités. STARTEK, INC. opère (i) en Amérique du Nord (41% du chiffre d'affaires 2020), (ii) au Moyen Orient (25% du chiffre d'affaires 2020), (iii) en Inde et au Sri Lanka (13% du chiffre d'affaires 2020), (iv) en Malaisie (8% du chiffre d'affaires) et (v) en Argentine et au Pérou (6% du chiffre d'affaires 2020). Au 31 décembre 2020, STARTEK, INC. a réalisé 640,2 M\$ (soit environ 553,0 M€) de chiffre d'affaires pour -10,3 M\$ d'EBIT (soit -8,9 M€) représentant une marge de -1,6% (+1,5% en 2019) ;
- TIETOEVRV OYJ** est une société finlandaise qui (i) offre des services de *Cloud* et d'infrastructures (33% du chiffre d'affaires 2020), (ii) propose des prestations de conseil en digital (24% du chiffre d'affaires 2020), (iii) produit des logiciels pour l'industrie (18% du chiffre d'affaires 2020), (iv) propose des services numériques pour les services financiers (15% du chiffre d'affaires 2020), (v) propose des services de développement de produits (5% du chiffre d'affaires 2020) et (vi) offre d'autres prestations diverses. TIETOEVRV OYJ s'adresse principalement à l'industrie de l'automobile, de la construction, de l'énergie, du pétrole et du gaz mais aussi aux banques et aux services financiers, à l'éducation, la santé, le secteur public, la distribution ou encore les télécoms. TIETOEVRV OYJ opère (i) en Finlande (39% du chiffre d'affaires 2020), (ii) en Suède (32% du chiffre d'affaires 2020), (iii) en Norvège (13% du chiffre d'affaires 2020) et dans le reste du monde. Au 31 décembre 2020, TIETOEVRV OYJ a réalisé 2 786,4 M€ de chiffre d'affaires pour 146,7 M€ d'EBIT représentant une marge de 5,3% ;



- **ATOS SE** est une société française qui (i) propose des services d'infrastructures et de gestion de données (55% du chiffre d'affaires 2020), (ii) offre des solutions métiers et plateforme (34% du chiffre d'affaires 2020) et (iii) opère sur le segment des données (*Big Data*) et de la Cybersécurité (11% du chiffre d'affaires 2020). ATOS SE s'adresse principalement à des professionnels (i) du secteur public et de la défense (23% du chiffre d'affaires 2020), (ii) de la finance et des assurances (19% du chiffre d'affaires 2020), (iii) de l'industrie (18% du chiffre d'affaires 2020), (iv) des services et ressources (15% du chiffre d'affaires 2020), (v) des télécoms, média et technologies (14% du chiffre d'affaires 2020) et (vi) de la santé et des sciences de la vie (11,5% du chiffre d'affaires 2020). ATOS SE opère (i) en Europe du Nord (24% du chiffre d'affaires 2020), (ii) en Europe centrale (24% du chiffre d'affaires 2020), (iii) en Amérique du Nord (23% du chiffre d'affaires 2020), (iv) en Europe du Sud (21% du chiffre d'affaires 2020) et dans le reste du monde. Au 31 Décembre 2020, ATOS SE a réalisé 11,2 Mds€ de chiffre d'affaires pour un EBIT de 650 M€ représentant une marge de 5,8% ;
- **SOPRA STERIA GROUP S.A.** est une société française qui (i) offre des prestations de conseil et d'intégration de systèmes (60% du chiffre d'affaires en 2020), (ii) propose des services d'édition de solutions métiers (15% du chiffre d'affaires 2020), (iii) d'infrastructures et de *Cloud* (10% du chiffre d'affaires) et (iv) de services métiers (15%). SOPRA STERIA GROUP s'adresse principalement à des professionnels (i) de la finance et des assurances (26% du chiffre d'affaires 2020), (ii) du secteur public (25% du chiffre d'affaires 2020), (iii) de l'aérospatiale de la défense et de la sécurité intérieure (16% du chiffre d'affaires 2020), (iv) de l'énergie (6% du chiffre d'affaires 2020), (v) des assurances (5% du chiffre d'affaires 2020), (vi) des transports (5% du chiffre d'affaires 2020), et d'autres secteurs d'activité. SOPRA STERIA GROUP opère (i) en France (48% du chiffre d'affaires 2020), (ii) au Royaume-Uni (18% du chiffre d'affaires 2020), (iii) dans le reste de l'Europe (32% du chiffre d'affaires 2020) et (iv) dans le reste du monde (2% du chiffre d'affaires 2020). Au 31 décembre 2020, SOPRA STERIA GROUP a réalisé 1,5 Mds€ de chiffre d'affaires pour un EBIT de 119 M€ représentant une marge de 7,9% ;
- **SOCIETE POUR L'INFORMATIQUE INDUSTRIELLE SII S.A.** est une société française qui offre des prestations (i) d'études et de conseil en ingénierie informatique et en transformation digitale, (ii) d'intégration de systèmes d'informations et d'ingénierie et (iii) de R&D pour les infrastructures, l'informatique embarquée, les technologies de communication, la *data* ou encore la sécurité informatique. SII s'adresse principalement à des professionnels (i) de la finance et des assurances (20% du chiffre d'affaires 2020-2021), (ii) de l'aéronautique du spatial et de la défense (20% du chiffre d'affaires 2020-2021), (iii) des télécoms et média (15% du chiffre d'affaires 2020-2021) mais aussi (iv) des services de l'énergie, (v) de la santé et (vi) d'autres industries (chacun représentant environ 7% du chiffre d'affaires 2020-2021) et (vii) d'autres secteurs d'activité. SII opère (i) en France (48% du chiffre d'affaires 2020-2021), (ii) en Pologne (34% du chiffre d'affaires en 2020-2021) et (iii) dans le reste du monde (18% du chiffre d'affaires 2020-2021). Au 31 mars 2021, SII a réalisé 654 M€ de chiffre d'affaires pour un EBIT de 34 M€ représentant une marge de 5,2% ;





- **NEURONES S.A.** est une société française qui propose une offre digitale globale autour de 3 pôles que sont (i) les services d'infrastructures (intégration de systèmes/logiciels développés en interne ou tiers, infogérance, hébergement, services *managés* sur *Cloud* privés *IaaS* et publics, cybersécurité, sécurité, etc.) (69% du chiffre d'affaires 2020), (ii) les services applicatifs (mise en œuvre de solutions pré-paramétrées de SAP, *Data*, *IoT*, formation informatique) (26% du chiffre d'affaires 2020) et (iii) le conseil en transformation digitale, en management et en organisation (5% du chiffre d'affaires 2020). Au 31 décembre 2020, NEURONES S.A. a réalisé un chiffre d'affaires de 524,5 M€ et un EBIT de 51,9 M€, représentant une marge d'EBIT de 9,9%.

Nous avons par ailleurs identifié d'autres sociétés, ayant une activité relativement comparable à celle de SQLI, qui n'ont pas été retenues pour les raisons suivantes :

- CAPGEMINI pour des raisons de taille et de diversification des activités (intégration d'ALTRAN, etc.) ;
- GROUPE OPEN, bien que considéré comme comparable en termes de mix produits, la liquidité du titre est limitée depuis le succès de l'OPA initiée en juillet 2020 par NEW GO de concert avec le fonds d'investissement MONTEFIORE INVESTMENT, leur permettant de détenir 72,2% du capital de la société à l'issue de l'opération. À noter également que le titre n'est suivi que par un seul analyste (ODDO BHF).

Nous présentons, ci-après, les perspectives de croissance du chiffre d'affaires et de la marge d'EBIT attendues en 2021E et 2022E par les analystes suivant les sociétés de notre échantillon de comparables. Les différences d'intensité capitalistique et de politique d'activation des coûts de développement entre SQLI et les sociétés de l'échantillon ainsi que les effets de la norme IFRS 16, nous ont conduit à retenir les multiples d'EBIT (résultat opérationnel), jugés plus pertinents dans le contexte.



Tableau 12 - Perspectives de croissance du chiffre d'affaires et marge d'EBIT attendues par le consensus sur le panel de comparables

Comparables	Pays	CA (mEUR)	VE (mEUR)	Croissance CA (%)		Marge d'EBIT (%)	
				2021e	2022e	2021e	2022e
Digia Oyj	Finlande	139	200	9,4 %	5,2 %	8,5 %	9,0 %
Aubay Société Anonyme	France	426	622	10,1 %	7,3 %	10,5 %	10,4 %
Infotel SA	France	235	265	10,9 %	5,8 %	9,3 %	9,5 %
Umanis SA	France	215	309	15,3 %	8,3 %	10,4 %	10,5 %
Nextedia S.A.	France	26	38	73,0 %	7,6 %	6,6 %	7,1 %
StarTek, Inc.	Etats-Unis	523	347	14,3 %	2,7 %	5,7 %	6,6 %
TietoEVERY Oyj	Finlande	2 790	3 800	0,8 %	3,0 %	13,3 %	13,6 %
Atos SE	France	11 181	5 988	(1,0)%	1,2 %	6,1 %	7,2 %
Sopra Steria Group SA	France	4 263	3 867	9,2 %	5,4 %	7,9 %	8,6 %
Société pour l'Informatique Industrielle SII S.A.	France	654	647	8,4 %	8,5 %	6,7 %	7,7 %
Neurones S.A.	France	524	618	10,3 %	7,6 %	10,6 %	10,8 %
Moyenne				14,6 %	5,7%	8,7 %	9,2 %
Moyenne (Nextedia S.A. en pro forma en 2021)				8,6 %	n/a	n/a	n/a

Source : CAPITAL IQ, analyses FINEXSI

Les taux de croissance de chiffre d'affaires attendus pour l'échantillon³⁵ de comparables sont supérieurs à ceux du plan d'affaires de SQLI pour 2021E mais inférieurs pour 2022E. La marge d'EBIT de SQLI ressort quant à elle inférieure à celle des comparables retenus.

Comme indiqué ci-avant, nous avons pour notre part retenu un EBIT de SQLI ne tenant pas compte de l'application de la norme IFRS 16, c'est-à-dire intégrant les charges de loyers. En conséquence, nous n'avons pas retenu la dette IFRS 16 relative aux loyers dans notre calcul de dette nette ajustée (cf. §0).

³⁵ Il est à noter que NEXTEDIA S.A. a réalisé un chiffre d'affaires 2020 de 26,1 M€. Le titre est suivi par un seul analyste (GREENSOME FINANCE) qui extériorise un chiffre d'affaires de 45,1 M€ pour l'exercice 2021 (+73,0%) compte tenu de l'intégration de la société ANETYS, acquise en novembre 2020, et de la dynamique du métier *Customer Experience*. En retraitant les effets de croissance externe, la société afficherait une croissance *pro forma* 2021 de +7%

Nous présentons ci-après les multiples d'EBIT ressortant de notre échantillon de sociétés comparables :

Tableau 13 - Multiples observés sur les sociétés comparables de l'échantillon

Comparables	Pays	CA (mEUR)	VE (mEUR)	Taux d'EBIT		xEBIT	
				2021e	2022e	2021e	2022e
Digia Oyj	Finlande	139	200	8,5 %	9,0 %	15,6x	14,0x
Aubay Société Anonyme	France	426	622	10,5 %	10,4 %	12,6x	11,9x
Infotel SA	France	235	265	9,3 %	9,5 %	10,9x	10,1x
Umanis SA	France	215	309	10,4 %	10,5 %	12,0x	11,0x
Nextedia S.A.	France	26	38	6,6 %	7,1 %	12,7x	11,1x
StarTek, Inc.	Etats-Unis	523	347	5,7 %	6,6 %	10,2x	8,5x
TietoEVRY Oyj	Finlande	2 790	3 800	13,3 %	13,6 %	10,2x	9,6x
Atos SE	France	11 181	5 988	6,1 %	7,2 %	8,9x	7,4x
Sopra Steria Group SA	France	4 263	3 867	7,9 %	8,6 %	10,5x	9,2x
Société pour l'Informatique Industrielle SII S.A.	France	654	647	6,7 %	7,7 %	13,5x	10,9x
Neurones S.A.	France	524	618	10,6 %	10,8 %	10,1x	9,2x
Moyenne				8,7 %	9,2 %	11,6x	10,3x

Source : CAPITAL IQ, analyses FINEXSI

** Valeur d'entreprise calculée sur la base du CMPV trois mois au 02 novembre 2021.

L'application des multiples moyens 2021E et 2022E aux prévisions d'EBIT (résultat opérationnel) des mêmes années issues du plan d'affaires de SQLI fait ressortir une fourchette de valeurs comprises entre 22,75€ et 27,12€ par action SQLI. Le prix d'Offre extériorise des primes de respectivement +36,3% et +14,3% par rapport aux bornes inférieure et supérieure de cette fourchette.

Nous rappelons que cette approche est mise en œuvre à titre secondaire en raison des limitations exposées ci-avant.

5.4.5 Méthode des transactions comparables (à titre secondaire)

La méthode des transactions comparables repose sur l'analyse des multiples extériorisés lors d'opérations d'achat total ou partiel d'entreprises cotées ou non, 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 sur les cibles et les conditions des transactions.



Des différences entre les sociétés cibles et SQLI en termes de rentabilité, de taille, de positionnement et de mix produits, créent des distorsions au sein de l'échantillon, limitant ainsi la pertinence de la méthode. Par ailleurs, les transactions réalisées entre 2016 et 2019 sont intervenues dans un environnement de marché différent. De surcroît, cette méthode ne prend pas en compte les perspectives de développement et notamment l'amélioration de la rentabilité attendue par le Groupe. Pour ces raisons, cette méthode est présentée uniquement à titre secondaire.

Il est à noter que nous appliquons ces multiples à des agrégats 2019 avant application de la norme IFRS 16 par souci de cohérence, étant donné que la majorité des transactions retenues ont eu lieu avant 2019 et l'entrée en vigueur de cette norme. En conséquence, la dette IFRS 16 n'a donc pas été intégrée dans les calculs d'endettement financier net ajusté présentés ci-avant.

Sur les cinq dernières années, nous avons retenu douze transactions :

- L'acquisition par CAPGEMINI SA de 100% de RXP SERVICES LIMITED annoncée en novembre 2020. RXP SERVICES LIMITED, société australienne, est spécialisée dans le *Cloud*, la *data*, l'expérience clients et la conception de services applicatifs. Au 31 décembre 2020, RXP SERVICES LIMITED a réalisé 126,7 M AUD\$ de chiffre d'affaires (soit environ 79,9 M€) et un EBIT de 3,0 M AUD\$ (soit environ 1,9 M€), représentant une marge d'EBIT de 2,4% ;
- Le 27 juillet 2020, le concert (détenant 44,5% du capital), formé par les fondateurs et NEW GO représenté par MONTEFIORE INVESTMENT qui a acquis un bloc de 6,22% du capital de GROUPE OPEN SA préalablement à l'opération au même prix de 15€ par action, a lancé une OPA sur les actions GROUPE OPEN. À la clôture de l'opération le 24 février 2021, le concert détenait 72,2% du capital (soit environ 34% acquis, bloc inclus). GROUPE OPEN SA, société française, est spécialisée en transformation digitale et industrielle. Au 31 décembre 2020, GROUPE OPEN SA a réalisé 296 M€ de chiffre d'affaires et un EBIT de 12,2 M€, représentant une marge d'EBIT de 4,1% ;
- L'acquisition par DIGIA OYJ de CLIMBER INTERNATIONAL SA annoncée en décembre 2020. CLIMBER INTERNATIONAL SA, société suédoise, est spécialisée en *data* et en *Business Intelligence*. Au 31 décembre 2019, CLIMBER INTERNATIONAL SA a réalisé 137,6 Mkr (soit environ 11,1 M€) et un EBIT de 6,6 Mkr (soit environ 0,53 M€), représentant une marge d'EBIT de 4,8% ;
- L'Offre Publique d'Achat (OPA) initiée par CASTILLON SAS de concert avec le fond américain KKR sur 80,5% du capital de DEVOTEAM SA, annoncée en juillet 2020. DEVOTEAM SA, société française, est spécialisée dans la gestion de données, le *Cloud*, l'intelligence artificielle, la cybersécurité et les produits digitaux. Au 31 décembre 2019, DEVOTEAM SA a réalisé 762 M€ de chiffre d'affaires et un EBIT de 73,4 M€, représentant une marge d'EBIT de 9,6% ;
- L'acquisition par TOWERBOOK CAPITAL PARTNERS L.P. de TALAN SAS annoncée en juillet 2020. TALAN SAS, société française, est spécialisée dans le *Cloud*, la gestion et l'exploitation de données, la *blockchain*. Au 31 décembre 2019, TALAN SAS a réalisé 258 M€ de chiffre d'affaires et un EBIT de 22,4 M€, représentant une marge d'EBIT de 8,7% ;

- L'acquisition par ITS PARTICIPATIONS de 41% du capital d'ITS GROUP annoncée en décembre 2019. ITS GROUPE, société française, est spécialisée en infrastructures IT, *DataOPS*, *Cloud*, télécommunications, digitalisation et en cybersécurité. Au 31 décembre 2018, ITS GROUPE a réalisé 128,71 M€ de chiffre d'affaires et un EBIT de 6,84 M€, représentant une marge d'EBIT de 5,3 % ;
- L'acquisition par SOPRA STERIA GROUP SA de 94,03% du capital de SODIFRANCE, annoncée en février 2020. SODIFRANCE, société française, est spécialisée en assistance technique, en intégration d'infrastructures IT, et en maintenance d'applications. Au 31 décembre 2019, SODIFRANCE a réalisé un chiffre d'affaires de 106,5 M€ et un EBIT de 6,8 M€, représentant une marge d'EBIT de 5,2% ;
- L'acquisition par PUBLICIS et sa filiale détenue à 100% (MULTI MARKET SERVICES FRANCE HOLDINGS SAS) d'un bloc de 82,99% du capital de SOFT COMPUTING annoncée en décembre 2019 suivie d'un projet d'OPAS obligatoire portant sur les actions SOFT COMPUTING non encore détenues, au même prix de 25€ par action. SOFT COMPUTING, société française, est spécialisée en Big *Data*, et en marketing digital. Au 31 décembre 2018, SOFT COMPUTING, a réalisé un chiffre d'affaires de 47,0 M€ et un EBIT de 3,6 M€, représentant une marge d'EBIT de 7,7 % ;
- L'acquisition par GFI INFORMATIQUE SA de REALDOLMEN NV annoncée en février 2018. REALDOLMEN NV, société belge, est spécialisée en conseil en systèmes d'informations mais aussi en infrastructures *data*, sécurité et réseau. Au 31 décembre 2018, REALDOLMEN NV a réalisé 258 M€ de chiffre d'affaires et un EBIT de 13,47 M€, représentant une marge d'EBIT de 5,2% ;
- L'acquisition par TIETO CORPORATION d'AVEGA GROUP AB annoncée en octobre 2017. AVEGA GROUP AB, société suédoise, est spécialisée en transformation digitale et en développement et intégration de solutions digitales. Au 31 décembre 2016, AVEGA GROUP AB a réalisé un chiffre d'affaires de 422.6 Mkr (soit environ 46 M€) et un EBIT de 32,8 Mkr (soit environ 3,6 M€), représentant une marge d'EBIT de 7,8 % ;
- L'acquisition par ACCENTURE PLC de 66% du capital de SINNERSCHRADER AG annoncée en février 2017. SINNERSCHRADER AG est une société allemande qui opère en tant qu'agence numérique (développement de stratégies, de plateformes et d'applications interactives, marketing interactif, campagnes publicitaires sur Internet, gamme de services pour la mise en place, le développement et l'exploitation de canaux de vente numériques, etc.).

Au 31 décembre 2016, SINNERSCHRADER AG a réalisé un chiffre d'affaires de 51,1 M€ et un EBIT de 4,7 M€, représentant une marge d'EBIT de 9,1 % ;
- L'Offre Publique d'Achat Simplifiée (OPAS) initiée par MANNAI CORPORATION sur le capital de GFI INFORMATIQUE SA, annoncée en novembre 2015, permettant à MANNAI CORPORATION de détenir 51% du capital de GFI INFORMATIQUE SA après l'opération. Cette dernière est une société française qui développe et intègre des solutions ERP en France, et à l'international. Au 31 décembre 2014, le chiffre d'affaires de GFI INFORMATIQUE SA s'établissait à 804,0 M€ pour un EBIT de 52,0 M€, représentant une marge d'EBIT de 6,5%.



L'échantillon de transactions comparables retenu et les caractéristiques de ces transactions sont présentées ci-après :

Tableau 14 - Présentation des transactions comparables retenues sur les cinq dernières années

Date de clôture	Cible	Pays	Acquéreur	% acquis	VE (M€)	xEBIT
26/03/2021	RXP Services Limited	Australie	Capgemini SA	100 %	65	8,4x
24/02/2021	Groupe Open SA	France	Fondateurs et New Go (Montefiore Investment)	34%	120	8,1x
07/01/2021	Climber International AB	Suède	Digia Oyj	100%	8	12,8x
16/12/2020	Devoteam SA	France	Castillon SAS	80 %	839	11,4x
22/07/2020	Talan SAS	France	TowerBrook Capital Partners L.P.	100 %	280	12,5x
21/01/2020	ITS Group S.A	France	ITS Participations	41 %	64	12,2x
16/09/2020	Sodifrance	France	Sopra Steria Group SA	94 %	86	12,5x
07/02/2019	Soft Computing	France	Multi Market Services France Holdings (Publicis)	83%	46	13,0x
18/07/2018	RealDolmen NV	Belgique	GFI Informatique SA	100 %	157	11,8x
01/12/2017	Avega Group AB	Suède	Tieto Corporation	100%	48	12,1x
26/06/2017	SinnerSchrader AG	Allemagne	Accenture Plc	66 %	98	18,9x
22/06/2016	GFI Informatique SA	France	Mannai Corporation Q.P.S.C.	51%	627	11,2x
Moyenne						12,1x

Sources : CAPITAL IQ, MERGERMARKET, EPSILON, communiqués de presse des cibles, articles de presse, et analyses FINEXSI

Nous précisons que la moyenne des multiples d'EBIT ainsi extériorisée s'établit à 12,1x.

Nous avons retenu comme agrégats de référence le résultat opérationnel courant et le résultat opérationnel 2019 avant l'impact de la crise de la Covid-19 connue en 2020 (exercice qui ne nous paraît pas représentatif), et hors application de la norme IFRS 16 et n'avons par conséquent pas retenu la dette IFRS 16 relative aux loyers dans notre calcul de dette nette ajustée (cf. §0).

Sur ces bases, la valeur par action SQLI ressort dans une fourchette comprise entre 19,84€ et 29,07€. Le prix d'Offre fait ainsi ressortir des primes comprises entre +56,3% et +6,6% respectivement par rapport à la borne basse et haute, étant rappelé que ce critère est présenté à titre secondaire.

5.4.6 Objectifs de cours des analystes (à titre secondaire)

L'analyse des objectifs de cours des analystes financiers ne représente 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.



Le titre SQLI fait l'objet d'un suivi limité par seulement trois analystes (ODDO BHF, PORTZAMPARC BNP PARIBAS et GENESTA FINANCE) :

- À la suite de la publication des résultats du premier semestre 2021 le 27 juillet 2021, ODDO BHF a revu à la hausse son objectif de cours de 23,0€ à 26,0€, en maintenant sa recommandation « Neutre ». Dans sa note, l'analyste relève notamment le « *redressement graduel en France, en particulier dans les centres de services en région (sur un mix davantage orienté projets vs régie unitaire), alors que la redynamisation commerciale à Paris semble conforme au plan de marche de la direction* ».

Selon l'analyste, la bonne intégration des dernières acquisitions à l'international (REDBOX DIGITAL notamment) permet de pérenniser la performance des trimestres précédents, sauf en Allemagne qui souffre d'un problème managérial. Cette publication permet à SQLI de relever sa *guidance* en visant une croissance organique positive sur l'ensemble de l'exercice 2021 (et non plus sur le deuxième semestre uniquement) et de confirmer également son objectif d'amélioration de marge opérationnelle courante de 2 points. Sur ces bases, l'analyste relève de 150 points de base sa prévision de croissance organique à +5.2% avec un chiffre d'affaires 2021 désormais attendu à 225,6 M€, en maintenant une marge opérationnelle de 5,5%.

L'analyste relève que cette publication met en exergue plusieurs leviers sur la croissance et les marges, bien que le manque de visibilité sur plusieurs sujets opérationnels et organisationnels (gouvernance, tensions RH, trajectoire moyen-terme, etc.) limite le potentiel à court terme. Dans ce contexte plutôt favorable, l'analyste anticipe le fait que DBAY ADVISORS pourrait être incité à lancer une OPA/OPR dans les 24 prochains mois.

- En ce qui concerne PORTZAMPARC BNP PARIBAS, l'analyste a également revu à la hausse son objectif de cours de 28,0€ à 28,9€, en maintenant sa recommandation « Acheter » à la suite de la publication des résultats du premier semestre 2021. Cet objectif de cours publié le 28 juillet 2021 résulte de la mise en œuvre des méthodes DCF (29,4€ par action SQLI) et comparables boursiers (28,4€ par action SQLI) ainsi que de la mise à jour de la séquence de rentabilité avec une hypothèse de marge opérationnelle courante 2021 relevée de 50 points de base (à 5,8%).

Dans sa note, l'analyste rappelle que « *le rebond en France est plus rapide que prévu, ce qui permet d'afficher un CA T2 supérieur aux attentes et de conforter les perspectives de marges* ». Les tensions sur les ressources humaines restent le principal enjeu du management, même si l'organisation du Groupe devient de plus en plus flexible grâce notamment aux centres *nearshore* au Maroc.

- Quant à GENESTA FINANCE, l'analyste a également revu à la hausse son objectif de cours de 25,1€ à 31,0€ ainsi que sa recommandation, passant de « Neutre » à « l'Achat » à la suite de la publication des résultats du premier semestre 2021.

Le deuxième trimestre fait état d'un chiffre d'affaires de 58,0 M€, en hausse de +13 % par rapport à l'exercice précédent, soit un niveau d'activité supérieur aux attentes de GENESTA FINANCE. La croissance organique observée à l'international, le rebond progressif en France, le renforcement des capacités *nearshore* au Maroc, l'augmentation des équipes commerciales en Ile de France, mais également la reprise de la stratégie de croissance externe, sont les principaux sous-jacents de la mise à jour des prévisions 2021 de l'analyste. Même si le secteur connaît de fortes pressions sur les ressources humaines et sur les prix du marché, GENESTA FINANCE considère que SQLI dispose d'une certaine crédibilité pour recruter des talents.

Tableau 15 - Notes d'analystes suivant le titre SQLI avant annonce de l'Offre

Date	Analyste	Prix cible	Recommandation	Cours veille	Prix cible vs. cours veille
28/07/2021	Oddo BHF	26,0 €	Neutre	25,0 €	4,0 %
28/07/2021	Portzamparc BNP Paribas	28,9 €	Acheter	25,0 €	15,6 %
28/07/2021	Genesta Finance	30,0 €	Achat	25,0 €	20,0 %
Min		26,0 €			4,0 %
Moyenne		28,3 €			13,2 %
Max		30,0 €			20,0 %

Sources : notes d'analystes

La moyenne des objectifs de cours des trois analystes avant annonce de l'Offre s'établit à 28,3€ par action SQLI.

Ainsi, sur la base des objectifs de cours publiés postérieurement à l'annonce des résultats du premier semestre 2021, et avant l'annonce de l'Offre, le Prix d'Offre de 31,0€ extériorise une prime de +19,2% par rapport à la borne basse des objectifs de cours des analystes et une prime de +3,3% par rapport à la borne haute, étant rappelé que ce critère est présenté à titre secondaire.

6.1 Choix des critères d'évaluation

Pour la valorisation de SQLI, l'Etablissement Présentateur a retenu les mêmes méthodes et références que FINEXSI, à savoir la référence au cours de bourse, la référence à la transaction récente intervenue sur le capital de la Société, la méthode intrinsèque de l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels, la méthode des comparables boursiers, la méthode des transactions comparables et la référence aux objectifs de cours des analystes. MEDIOBANCA les a toutes retenues à titre principal tandis que FINEXSI rappelle l'appréciation sur la pertinence relative de chacun de ces critères au §5.2.

L'Etablissement Présentateur a, tout comme nous l'avons fait, 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 différents critères appelle plusieurs remarques de notre part.

6.2 Mise en œuvre des différentes méthodes de valorisation

6.2.1 Données de références

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

L'Etablissement Présentateur a retenu pour le DCF, une dette nette ajustée de 29,4 M€ au 30 juin 2021. Ce montant s'entend hors dettes de location liées à l'IFRS 16.

FINEXSI, pour sa part, a retenu une dette nette ajustée de 26,2 M€ au 30 juin 2021 hors dettes de location liées à IFRS 16.

Les écarts proviennent :

- Du montant retenu pour les provisions (2,7 M€ par FINEXSI contre 3,3 M€ par MEDIOBANCA). La différence provient de la prise en compte, par nos soins, de l'effet impôts sur ces provisions ;
- FINEXSI a retenu les autres actifs non courants correspondant à des créances de CIR pour un montant d'environ 2,5 M€ au 30 juin 2021, ce qui n'est pas le cas de MEDIOBANCA. Ces créances de CIR³⁶ devraient être perçues par la Société au second semestre 2021.

6.2.1.2 Nombre d'actions retenu

Le nombre d'actions retenu par l'Etablissement Présentateur et FINEXSI sont identiques, ce qui n'appelle pas de commentaire de notre part.

³⁶ Il est à noter que celles-ci ne sont pas appréhendées dans le BFR, ni dans les flux du plan d'affaires, afin d'éviter un double comptage

6.2.2 L'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels

6.2.2.1 Concernant les prévisions considérées

FINEXSI a retenu le plan d'affaires *standalone* 2021E - 2025E établi par le management de SQLI, tandis que MEDIUMBANCA a réalisé ses travaux d'évaluation sur la base du plan d'affaires « *standalone* » préparé par l'Initiateur.

Les prévisions sont globalement en ligne. Les faibles écarts extériorisés sont principalement les suivants :

- FINEXSI retient un taux d'impôt pondéré entre la France et l'international à 23,4% tandis que MEDIUMBANCA retient un taux de 25% qui correspond au taux français à partir de 2022 ;
- FINEXSI retient une variation de BFR de -7,4 M€ pour l'exercice 2021 en ligne avec MEDIUMBANCA. En revanche, pour les autres années de l'horizon explicite du plan d'affaires, FINEXSI retient une variation de BFR représentant 13% de la variation du chiffre d'affaires (en ligne avec le niveau observé sur les trois derniers exercices clos) tandis que l'Etablissement Présentateur retient 20% de la variation du chiffre d'affaires ;
- FINEXSI retient sur l'horizon explicite du plan un montant de CAPEX correspondant à 1,0% du chiffre d'affaires tandis que MEDIUMBANCA retient « environ 1% » du chiffre d'affaires de CAPEX ;
- L'Etablissement Présentateur retient -2,4 M€ d'éléments exceptionnels dans les flux de l'exercice 2021, contrairement à FINEXSI qui ne les retient pas.

6.2.2.2 Concernant les hypothèses financières

L'Etablissement Présentateur et FINEXSI retiennent un taux de croissance à l'infini de +1,5%.

Concernant le flux normatif :

- FINEXSI retient une marge opérationnelle courante normative de 9,6% (ou une marge d'EBITDA avant IFRS 16 de 10,6%) en ligne avec MEDIUMBANCA qui retient également une marge d'EBITDA de 10,6% ;
- FINEXSI retient un taux d'impôt pondéré normatif de 23,4% tandis que MEDIUMBANCA retient un taux de 25% qui correspond au taux français ;
- FINEXSI retient une variation de BFR normative représentant 13% de la variation de chiffre d'affaires considéré comme normatif contre 20% pour MEDIUMBANCA.

Concernant le taux d'actualisation, l'Etablissement Présentateur calcule un coût moyen pondéré du capital (CMPC) à 10,7% mais retient 10,5% en ligne avec le taux d'actualisation retenu dans le cadre des *impairment tests* au 31 décembre 2020 de la Société, quand nous calculons et retenons un CMPC à 10,62%.

Nous avons actualisé les flux de trésorerie à mi-année à compter du 30 juin 2021, date à laquelle la dette financière nette ajustée est déterminée. En revanche, MEDIUMBANCA les a actualisés en fin d'année.

6.2.2.3 Analyse des sensibilités et résultats

L'Etablissement Présentateur et FINEXSI ont analysé la sensibilité de la valeur par action SQLI aux variations combinées du taux de croissance à l'infini et du taux d'actualisation avec des pas de sensibilité différents. FINEXSI a également analysé la sensibilité de la valeur par action aux variations combinées de la marge opérationnelle courante normative et du taux d'actualisation.

La valeur par action retenue par MEDIOBANCA s'établit à 26,9€ par action SQLI.

Pour FINEXSI, la valeur par action SQLI s'établit entre 28,39€ et 30,64€, avec une valeur centrale de 29,51€ par action.

6.2.3 Analyse du cours de bourse

L'analyse du cours de bourse mise en œuvre par l'Etablissement Présentateur appelle les commentaires suivants de notre part.

MEDIOBANCA retient le cours de clôture au 22 septembre 2021 tandis que nous retenons le 23 septembre 2021, soit le dernier cours de clôture avant l'annonce de l'Opération intervenue le 23 septembre 2021 après clôture du marché. Nous précisons que le cours de bourse du titre SQLI fait état d'une hausse de +6,5% à la clôture du 23 septembre 2021.

Il est à noter que MEDIOBANCA calcule les CMPV sur la base des cours de clôture, quand nous les calculons sur la base des cours *intraday*, ce qui explique certains écarts, limités, entre les deux analyses, en plus de la date de référence.

6.2.4 Analyse des transactions récentes intervenues sur le capital de SQLI

FINEXSI et MEDIOBANCA ont toutes deux retenues l'acquisition du bloc minoritaire par DBAY ADVISORS en décembre 2019, pour un montant de 28€ par action.

6.2.5 Méthode des comparables boursiers

L'Etablissement Présentateur a retenu un échantillon composé de huit sociétés : ATOS, SOPRA STERIA GROUP, TIETOEVRY, SII, NEURONES, AUBAY, INFOTEL et UMANIS.

FINEXSI a retenu, en plus des huit sociétés susmentionnées, les sociétés DIGIA OYJ, NEXTEDIA S.A, et STARTEK INC.

FINEXSI a retenu l'EBIT comme agrégat de référence pour l'application des multiples pour neutraliser l'impact de l'application de la norme IFRS 16, et compte tenu des différences de politique de capitalisation des frais de R&D ainsi que d'intensité capitalistique entre SQLI et les sociétés de l'échantillon. MEDIOBANCA a retenu pour sa part l'EBITDA en le retraitant des impacts de l'application de la norme IFRS 16 sur la base des éléments publiés par les comparables et leurs consensus.

FINEXSI a appliqué la moyenne des multiples d'EBIT 2021E et 2022E aux résultats opérationnels des mêmes années issus du Plan d'Affaires. Pour sa part, l'Etablissement Présentateur a appliqué la médiane des multiples d'EBITDA aux EBITDA du plan d'affaires préparé par l'Initiateur.

MEDIOBANCA retient une fourchette de valeurs comprises entre 21,9€ et 26,2€ par action SQLI, quand nous retenons une fourchette comprise entre 22,75€ et 27,12€ par action SQLI.

6.2.6 Méthode des transactions comparables

MEDIOBANCA a retenu sept transactions considérées comme comparables et intervenues depuis 2018. FINEXSI a retenu les mêmes transactions en intégrant également dans son échantillon les opérations visant RXP SERVICES LIMITED (2021), CLIMBER INTERNATIONAL AB (2021), SOFT COMPUTING (2019), AVEGA GROUP AB (2017) et SINNERSCHRADER AG (2017).

Il est à noter que pour notre part, nous avons retenu l'opération majoritaire clôturée le 22 juin 2016 où MANNAI CORPORATION a déposé une OPAS sur les titres GFI INFORMATIQUE au prix de 8,50€ par action après avoir acquis au même prix un bloc hors marché représentant 25% du capital de GFI

INFORMATIQUE auprès d'APAX et BOUSSARD & GAVAUDAN (le concert). À l'issue de l'OPAS, MANNAI CORPORATION détenait 40,23% du capital de GFI INFORMATIQUE. En application d'un contrat de vente, le concert a cédé à MANNAI CORPORATION un nombre d'actions lui permettant de détenir *in fine* 51% du capital et des droits de vote de GFI INFORMATIQUE. En revanche, MEDIOBANCA a retenu la transaction minoritaire survenue en février 2018 permettant la mise en œuvre du retrait obligatoire.

Comme pour les comparables boursiers, FINEXSI a retenu l'EBIT comme agrégat de référence tandis que MEDIOBANCA a retenu l'EBITDA.

L'échantillon sélectionné par l'Etablissement Présentateur extériorise un multiple d'EBITDA moyen de 9,4x et un multiple médian de 10,2x. L'échantillon de FINEXSI fait pour sa part ressortir un multiple d'EBIT moyen de 12,1x.

FINEXSI applique ce dernier multiple au résultat opérationnel courant 2019 et au résultat opérationnel 2019 soit avant l'impact de la crise de la Covid-19 connu au cours de l'exercice 2020 qui ne nous paraît pas représentatif d'un niveau d'activité normatif, comme indiqué ci-avant (cf. §5.4.5). MEDIOBANCA applique au multiple d'EBITDA historique moyen et médian de son échantillon l'EBITDA attendu en fin d'exercice 2021.

L'Etablissement Présentateur retient une fourchette de valeurs comprises entre 23,3€ et 25,9€ par action SQLI, quand nous retenons une fourchette plus large comprise entre 19,84€ et 29,07€ par action SQLI.

6.2.7 Objectif de cours des analystes

La référence aux objectifs de cours des analystes suivant le titre SQLI retenue par l'Etablissement Présentateur n'appelle pas de commentaire particulier de notre part, dans la mesure où nos analyses se basent sur les mêmes notes.



7 Analyse des accords connexes à l'Offre

Nous avons procédé à l'examen des accords pouvant avoir une influence significative sur l'appréciation de l'Offre, 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.

7.1 Engagement d'apport

Dans le cadre d'un engagement d'apport conclu le 10 octobre 2021, QUAERO CAPITAL SA s'engage à apporter à l'Offre les 435.997 actions SQLI, représentant 9,4% du capital de la Société, détenues par les fonds gérés par QUAERO CAPITAL SA.

Au titre de cet engagement d'apport, QUAERO CAPITAL SA s'est également engagée à ne pas transférer de quelque manière que ce soit les actions SQLI faisant l'objet de l'engagement d'apport, sauf à ce que le cessionnaire des actions SQLI détenues par QUAERO CAPITAL SA adhère à l'engagement d'apport conclu entre QUAERO CAPITAL SA et l'Initiateur.

Cet engagement d'apport ne contient aucune disposition susceptible de remettre en cause le caractère équitable du prix d'Offre d'un point de vue financier et n'appelle pas de commentaire particulier de notre part.

7.2 Mécanismes de liquidité

Il existe des actions SQLI qui ne pourront pas être apportées à l'Offre, détenues par des salariés du groupe SQLI pour lesquelles l'Initiateur proposera à leurs détenteurs de souscrire un accord de liquidité (« *Liquidity Agreement* ») à savoir :

- 25.000 actions gratuites en période d'acquisition ;
- 24.092 actions qui résulteraient de l'exercice des 24.092 stock-options issus des plans attribués respectivement les 22 février 2017 et 18 octobre 2017 (hors de la monnaie au regard du prix d'Offre) ;
- 5.152 actions bloquées dans le Plan d'Epargne Entreprise (PEE).

Ce mécanisme de liquidité se présente sous la forme d'une promesse de vente consentie par les titulaires d'actions SQLI concernés au bénéfice de l'Initiateur, exerçable pendant 60 jours de bourse à compter d'une date de défaut de liquidité donnée³⁷ en fonction des actions concernées, suivie d'une promesse d'achat consentie par l'Initiateur au bénéfice des titulaires d'actions SQLI concernés, exerçable pendant 60 jours de bourse à compter de la fin de la période d'exercice de la promesse de vente. Le défaut de liquidité est caractérisé si (i) les actions SQLI ne sont plus admises à la négociation sur un marché réglementé ou (ii) dans l'hypothèse où la liquidité serait

limitée (volume moyen échangé sur 1 mois inférieur ou égal à 0,05% du capital social de SQLI ou flottant de SQLI inférieur ou égal à 30% du capital social).

³⁷ La date de défaut de liquidité ne peut pas intervenir avant la date de départ des promesses

Les actions gratuites en cours d'acquisition seront disponibles à des échéances comprises entre le 9 mars 2023 et 24 août 2024.

Le délai d'indisponibilité des actions détenues par des salariés et bloquées dans le PEE est de cinq ans minimum et s'échelonne de décembre 2022 à décembre 2023.

Les stock-options ont une date d'exercice comprise entre le 22 février 2024 et 18 octobre 2024

De manière synthétique, le prix fixé selon les accords de liquidité correspondra à l'application du multiple d'EBITDA induit par le Prix d'Offre, à l'EBITDA consolidé du groupe SQLI des 12 derniers mois, minoré de la dette financière nette.

Les bénéficiaires du mécanisme de liquidité n'ont pas un accès immédiat à la liquidité. En contrepartie, ils pourraient bénéficier d'une amélioration ou d'une diminution du prix de cession de leurs actions en fonction de l'évolution de la performance financière de la Société, mesurée au niveau de l'EBITDA consolidé.

En la matière, nous observons que :

- L'amélioration ou la diminution du prix de cession est directement liée à la performance financière de SQLI ;
- L'ajustement du prix s'entendant à la hausse comme à la baisse, les bénéficiaires du mécanisme de liquidité sont susceptibles de recevoir un montant inférieur au prix de l'Offre.

Les conditions des accords de liquidité conclus dans le cadre de l'OPA ne font pas apparaître de disposition de nature à remettre en cause, selon nous, le caractère équitable de l'Offre d'un point de vue financier.

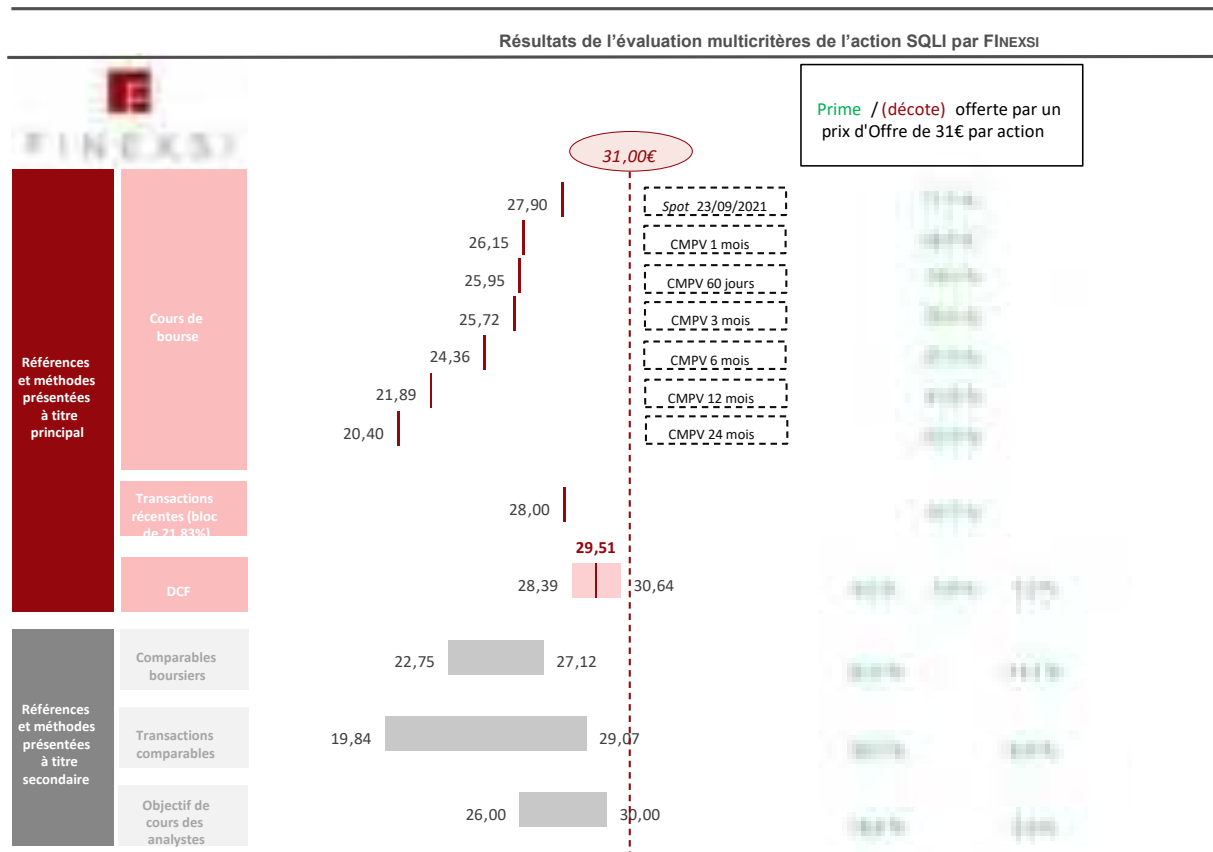


8 Synthèse de nos travaux et appréciation sur le caractère équitable du prix d'Offre

8.1 Synthèse de nos travaux d'évaluation

À l'issue de nos travaux, le prix d'Offre extériorise les primes suivantes par rapport aux valeurs résultantes des différents critères d'évaluation qui ont été retenus.

Figure 16 - Synthèse des travaux d'évaluation réalisés par FINEXSI



8.2 Conclusion

Le prix d'Offre fait ressortir des primes sur chacun des critères principaux analysés.

La présente Offre Publique d'Achat donne un accès immédiat à la liquidité aux actionnaires minoritaires de la Société qui le souhaitent, avec une prime de +11,1% par rapport au cours de clôture avant annonce de l'Offre, et des primes comprises entre +18,6% et +41,6% par rapport aux cours moyens pondérés par les volumes sur 1 mois, 3 mois, 6 mois et 12 mois. Le cours de l'action SQLI n'a par ailleurs jamais atteint le prix d'Offre sur les 24 derniers mois.

Le prix d'Offre extériorise également une prime de +5,0% sur la valeur centrale issue de la valorisation par actualisation des flux de trésorerie prévisionnels, basée sur les prévisions du management qui intègrent des anticipations de croissance de chiffre d'affaires et d'améliorations significatives de la rentabilité de la Société et qui extériorisent des taux de marge élevés, jamais atteints par le passé.

Sur ces bases, le prix d'Offre donne la pleine valeur aux actionnaires minoritaires sans qu'ils aient à supporter le risque d'exécution du plan d'affaires.

Nous observons également que le Prix d'Offre fait ressortir une prime de 10,7% par rapport au prix de rachat de bloc par l'Initiateur, intervenu en décembre 2019.

Concernant les méthodes mises en œuvre à titre secondaire, le prix d'Offre fait ressortir des primes sur les valeurs issues de la méthode des comparables boursiers (entre +14,3% sur la borne basse et +36,3% sur la borne haute), une prime de +9,5% sur la moyenne des objectifs de cours des analystes avant annonce de l'Offre et des primes comprises entre +6,6% et +56,3% sur les valeurs extériorisées par la méthode des transactions comparables.

L'examen des accords pouvant avoir une influence significative sur l'appréciation de l'Offre, tels que présentés dans le projet de note d'information, à savoir (i) l'engagement d'apport ainsi que (ii) le mécanisme 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, nous sommes d'avis que le prix d'Offre de 31,0€ par action est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de SQLI.

Fait à Paris le 9 novembre 2021



FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER

Olivier PERONNET

Associé

PJ : Annexes



9 Annexes

9.1 Présentation de FINEXSI et Déroulement de la mission

Présentation du cabinet FINEXSI EXPERT ET CONSEIL FINANCIER :

L'activité de FINEXSI E&CF 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 suivantes :

- Acquisitions et cessions d'entreprises ;
- Apports et fusions ;
- Evaluation et expertise indépendante ;
- Assistance dans le cadre de litiges.

Pour mener à bien ces missions, le cabinet emploie des collaborateurs dont l'essentiel à 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	Banque(s) conseil ⁽¹⁾
oct.-19	Groupe Flo	Bertrand	Rothschild, Portzamparc	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire	-
oct.-19	Altran	Capgemini	BNPP, Crédit Agricole CIB, HSBC, Lazard	Offre Publique d'Achat	Perella Weinberg Partners, Citigroup
mars-20	April	Andromeda Investissements	Deutsche Bank, Lazard, Natixis	Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire	-
juil.-20	Antalis	KPP	Oddo BHF	Offre Publique d'Achat Simplifiée	-
juil.-20	SoLocal Group	N/A	N/A	Augmentation de capital réservée aux créanciers	Rothschild & Co
juil.-20	Technicolor	N/A	N/A	Augmentation de capital avec maintien du Droit Préférentiel de Souscription et augmentation de capital réservée à certains créanciers	Rothschild & Co
sept.-20	Devoteam	Castillon SAS	Crédit Agricole CIB	Offre Publique d'Achat (par les Fondateurs)	-
oct.-20	Sodifrance	Sopra Steria	Bryan Garnier & Co	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire	-
nov.-20	Bourbon	N/A	N/A	Augmentation de capital réservée aux créanciers	Lazard
déc.-20	Europcar Mobility Group	N/A	N/A	Augmentation de capital réservée à certains créanciers et augmentation de capital sans suppression du DPS	Rothschild & Co
janv.-21	Dalet	Dalet Holding	Alontra Capital Markets	Offre Publique d'Achat Simplifiée	-
mars-21	Vallourec	N/A	N/A	Projets d'Augmentation de capital avec maintien du Droit Préférentiel de Souscription et d'augmentation de capital réservée à certains créanciers	Rothschild & Co
mai-21	Tarkett	Tarkett Participations	BNPP, Crédit Agricole CIB, Rothschild Martin Maurel, Société Générale	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire	-
juin-21	Bourrelier Group	M14	Invest Securities	Offre Publique de Retrait	-
juin-21	Suez	Veolia	HSBC, Crédit Agricole CIB, Morgan Stanley, Bank of America	Offre Publique d'Achat	Goldman Sachs Rothschild & Co
juil.-21	SFL	Immobiliaria Colonial	Morgan Stanley	Offre Publique Mixte Simplifiée	Natixis Partners
août-21	Genkyotex	Calliditas Therapeutics AB	Bryan, Garnier & Co	Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire	-
nov.-21	Prodware	Phast Invest	Banque Degroof Petercam	Offre Publique d'Achat	-

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'AUTORITE DES MARCHES 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 70 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 :
 - Compréhension du processus ayant conduit à la réalisation de l'Opération : échange avec la Société et ses conseils ;
 - Echange avec l'Initiateur et ses conseils (l'Etablissement Présentateur) ;
 - Prise de connaissance d'analyses sectorielles afin de mieux appréhender le marché et l'activité de la cible.
- 5 - Analyse de l'Opération et de la documentation juridique liée (note d'information, mécanisme de liquidité, engagement d'apport, etc.) ;
- 6 - Prise de connaissance de la documentation comptable et financière de SQLI ;
- 7 - Revue du plan d'affaires du management et modélisation ;
- 8 - Analyse du cours de bourse :
 - Analyse du flottant et de la liquidité ;
 - Analyse de l'évolution du cours et de la volatilité.
- 9 - Analyse des transactions récentes intervenues sur le capital de la Société (analyse des SPA des deux blocs minoritaires acquis en décembre 2019 par DBAY ADVISORS, etc.) ;



- 10 - Mise en œuvre d'une valorisation par la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs ;
- 11 - Mise en œuvre des méthodes analogiques :
 - Comparables boursiers ;
 - Transactions comparables.
- 12 - Analyse des objectifs de cours des analystes ;
- 13 - Obtention de la lettre d'affirmation du représentant de la Société ;
- 14 - Analyse de la note d'information et du rapport d'évaluation de l'Etablissement Présentateur ;
- 15 - Revue indépendante ;
- 16 - Rédaction du rapport.

Rappel des principales réunions tenues :

1 ^{er} octobre 2020	Désignation de FINEXSI en tant qu'expert indépendant par le Conseil d'administration de SQLI.
6 octobre 2021	Réunion de lancement avec la Société (Monsieur Olivier STEPHAN) et ses conseils (ROTHSCHILD & CO).
12 octobre 2021	Présentation de la stratégie et du plan d'affaires par le management (Messieurs Philippe DONCHE-GAY et Olivier STEPHAN) et réunion avec les conseils de l'initiateur (MESSIER).
15 octobre 2021	Réunion de travail avec la Société (Monsieur Olivier STEPHAN) et ses conseils sur les sujets de valorisation (plan d'affaires et ajustements de la dette nette, etc.).
18 octobre 2021	Premier point d'étape avec le comité Ad-hoc sur nos analyses préliminaires.
29 octobre 2021	Réunion de travail avec la Société (Monsieur Olivier STEPHAN) et ses conseils sur les sujets de valorisation.
3 novembre 2021	Réunion de travail avec la Société (Monsieur Olivier STEPHAN) et ses conseils sur les sujets de valorisation.
4 novembre 2021	Réunion de travail avec la Société (Monsieur Olivier STEPHAN) et ses conseils sur les sujets de valorisation.
4 novembre 2021	Réunion téléphonique avec les conseils de l'Initiateur (MESSIER).
5 novembre 2021	Présentation de nos conclusions au comité Ad-hoc

8 novembre - 9 novembre 2021	Revue indépendante du rapport du cabinet FINEXSI
9 novembre 2021	Réception des lettres d'affirmation signées par SQLI et DBAY ADVISORS
9 novembre 2021	Remise de notre attestation d'équité

Liste des personnes rencontrées ou contactées :

SQLI

- Monsieur Philippe DONCHE-GAY, Président Directeur Général ;
- Monsieur Olivier STEPHAN, Directeur Financier.

Comité Ad'hoc de SQLI

- Madame Nathalie MESNY, représentant la société BRAND RETAIL ;
- Madame Ariel STEINMANN, administratrice indépendante ;
- Madame Véronique REILLE SOULT DE DALMATIE, administratrice indépendante.

ROTHSCHILD & Co, conseil de SQLI

- Monsieur Nicolas DE GUIGNARD, M&A Associate ;
- Monsieur Alexandre GHASAROSSIAN, M&A Analyst ;
- Monsieur Paul PELISSIER.

MESSIER & ASSOCIES (filiale à 100% de MEOBANCA), Etablissement Présentateur

- Monsieur Guillaume DUMESNIL, Managing Director ;
- Monsieur Gautame KITTERY, M&A Vice President ;
- Monsieur Esteban BOUCHER, M&A Analyst.

LAMY LEXEL, cabinet d'Avocats

- Monsieur Arnaud LAFARGE, Avocat Associé.



Sources d'information utilisées :

Informations communiquées par les différentes parties prenantes

- Etats financiers consolidés du premier semestre 2021 de SQLI ;
- Plan d'affaires réalisé par le management et approuvé par le Conseil d'administration de la Société ainsi que tous les documents annexés pour sa bonne compréhension ;
- Rapports du cabinet stratégique ROLAND BERGER ;
- Documentation juridique relative à l'acquisition des deux blocs minoritaires en décembre 2019 par DBAY ADVISORS ;
- Documentation juridique relative aux accords connexes ;
- Rapport d'évaluation de SQLI de l'Etablissement Présentateur ;
- Rapport d'évaluation de SQLI actualisé de l'Etablissement Présentateur ;
- Projet de note d'information ;
- Projet de note en réponse.

Informations de marché

- Documents de référence des quatre derniers exercices clos ;
- Communication financière de SQLI sur les quatre derniers exercices et au 30 juin 2021 ;
- Notes des analystes ODDO BHF, PORTZAMPARC BNP PARIBAS et GENESTA FINANCE.

Base de données

- CAPITAL IQ ;
- EPSILON RESEARCH ;
- MERGERMARKET ;
- XERFI ;
- BANQUE DE FRANCE ;
- IBBOTSON.

Personnel associé à la réalisation de la mission :

Le signataire, Monsieur Olivier PERONNET (Associé), a été assisté par Madame Adeline BURNAND (Senior Manager), Monsieur Arthur LANDES (Associate) et Monsieur Mohamed-Amine RAKIBE (Analyste).

La revue indépendante a été effectuée par Olivier COURAU, Associé du cabinet FINEXSI (25 années d'expérience), 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 les associés signataires.



SQJ DIGITAL EXPERIENCE

Objectif et cadre réglementaire de votre licence

Votre licence concerne la mise à disposition de logiciels professionnels, qui comprennent ou incluent une éventuelle d'après les conditions générales de l'offre et détaillées aux dispositions de l'article 2011 du règlement général de l'AGB, des termes d'application d'2006 et d'2006.08 relative respectivement aux effets principaux d'impact et à l'impact substantiel, sans que la responsabilité AGB d'2006.07 relève à l'impact substantiel dans le cadre d'opérations financières de la licence.

Cette licence substantielle vise à apporter le plus de bien-être à nos clients, nos entreprises partenaires et à nos partenaires au regard des conditions générales de l'offre. Il devra permettre au client d'obtenir le SQJ d'après les conditions générales de l'offre afin de rendre sa vie simple.

Pour plus d'informations, vous pouvez consulter les dispositions relatives à l'article 2011 du règlement général de l'AGB :

- [2011.17](#) en ce qui concerne l'impact d'opérations financières de l'offre susceptible d'être considéré qualifiant au sens de l'AGB.

Calendrier des étapes de l'opération

Votre licence est soumise aux échéances ci-dessous :

Fin juin 2021	Début de la licence
1 novembre 2021	Présentation de votre projet de support financier à l'Institut Adiris
1 novembre 2021	Fin de la licence initiale (casier d'actualisation de SQJ inscrit sur vos cartes au 1er juillet 2020)
14 novembre 2021	Date envisagée pour le dépôt par l'Institut de la carte d'actualisation
14 novembre 2021	Dépôt de votre projet de carte de licence
Début décembre 2021	Collage de l'AGB

Tous ces délais sont de pure forme et ne constituent pas une garantie de succès. Ils sont susceptibles de varier en fonction de la complexité de votre projet. L'Institut Adiris ne pourra pas garantir la date de mise à disposition de la licence et de la carte de licence. La date de mise à disposition de la licence est soumise à la décision de l'Institut Adiris et de la Commission de la licence. La date de mise à disposition de la licence est soumise à la décision de l'Institut Adiris et de la Commission de la licence.

La licence sera soumise à la décision de l'Institut Adiris.



Institut Adiris - 100 rue de la République - 92000 Nanterre - France - Tel : 01 41 41 41 41



SQJ DIGITAL EXPERIENCE

Objets de l'offre

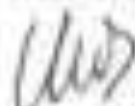
Le présent jeton est émis en vertu de l'article 1 de la loi de la Région wallonne portant notamment modification des dispositions du règlement général de l'ASBL relatif et de ses modifications d'application d'2016-18 du 21 juillet 2016 relative à l'opération indépendante, elle-même complétée des recommandations de l'ASBL en date du 29 septembre 2016, modifiée les 19 octobre 2016, 21 juillet 2019 et 10 février 2020.

- Des émissions régularisées avec le management de la Société et le conseil d'administration ;
- La détermination et la date de sortie d'une opération d'émission indépendante de SQJ (autre que celle de la Société, DCF, coopérative financière, transaction commerciale, intégrité de ceux qui ont été transférés et/ou émis au capital de la Société) ;
- L'autorisation d'appeler d'émission prévue par l'investissement personnel de l'Offre ;
- L'absence de l'existence des articles et opérations prévues par l'appareil des titres de l'Offre, conformément aux articles 1 et 2 de l'article 20.1.1 du Règlement général prévu ;
- L'existence d'un rapport avec la structure, ses parties ou d'une émission d'offre ;
- La preuve des pouvoirs légaux que tout porteur aura avec les documents mentionnés et l'ASBL.

Objet d'usage

Sur la base des informations prévues à l'article mentionné dans l'opération que le présent jeton, ainsi que son émission ou souscription au sens de l'article 20.1 et l'article 20.1.1 du Règlement général de l'ASBL et de la manière mentionnée dans l'article de vote de l'article 1 de l'annexe 010 d'2016-18 relative à l'opération indépendante.

Voilà votre Nom, l'opération de vos émissions d'offre.



N. Philippe DORVILLE
Président d'administration
SQJ



Document communiqué conformément à l'article 20.1.1 du Règlement général de l'ASBL



ANNEXE 2 – ADDENDUM AU RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT



**SQLI
DIGITAL
EXPERIENCE**

ADDENDUM À L'ATTESTATION D'EQUITE
LE 9 NOVEMBRE 2021

Offre Publique d'Achat suivie le cas échéant d'un
Retrait Obligatoire , initiée par SYNSION BIDCO sur les
actions de SQLI

13 décembre 2021



Propos liminaire

A la suite de la finalisation des contrats conclus dans le cadre de l'Offre, de la réception du courrier d'un actionnaire minoritaire (ci-après « l'Actionnaire A ») faisant état de commentaires sur notre rapport d'expertise, et de la modification le 13 décembre 2021 par l'Initiateur du projet de Note d'Information, nous avons établi le présent addendum à l'attestation d'équité établie en date du 9 novembre 2021, afin d'apporter des précisions sur les points suivants :

- L'analyse du Tender Offer Agreement signé le 23 septembre 2021 et de son avenant du 16 novembre 2021 [§1.1] ;
- L'analyse du financement de l'Offre, matérialisé dans le Contrat de Souscription du 22 novembre 2021, et du pacte d'associés conclu à cette même date [§1.2 et §1.3] ;
- L'analyse du courrier de l'Actionnaire A adressé à SQLI le 6 décembre 2021 pour ce qui concerne nos travaux [§2] ;
- Modification apportée aux éléments d'appréciation du prix d'Offre.

À l'exception des commentaires mis à jour dans le présent addendum, les autres éléments présentés dans notre attestation d'équité en date du 9 novembre 2021 demeurent valables.

En particulier, l'acquisition par DBAY de 60.575 actions SQLI au prix d'Offre en date du 7 décembre 2021, portant sa participation de 28,6% à 29,90% du capital de SQLI, n'a pas d'impact sur nos travaux de valorisation et notre appréciation du prix d'Offre.



SOMMAIRE

1. Accords conclus dans le cadre de l'Offre	91
1.1. Tender Offer Agreement (le Protocole d'Accord)	91
1.2. Financement de l'Offre	91
1.2.1. Emprunt Obligataire SYNSION BIDCO	92
1.2.2. Contrat de Refinancement SQLI.....	92
1.2.3. Crédit CAPEX.....	93
1.3. Engagement contractuel avec TIKEHAU INVESTMENT MANAGEMENT.....	94
1.4. Mécanismes de liquidité	95
2. Analyse et appréciation aux observations reçues d'un actionnaire minoritaire	96
2.1. Sur un éventuel droit de suite accordé par DBAY ADVISORS au profit de QUAERO CAPITAL	96
2.2. Sur la mise en œuvre de la méthode des transactions comparables	97
2.3. Sur la prime instantanée offerte par l'Initiateur	98
2.4. Sur la mise en œuvre de la méthode des comparables boursiers.....	99
3. Modifications apportées aux éléments d'appréciation du prix d'Offre	13



1. Accords conclus dans le cadre de l'Offre

1.1 Tender Offer Agreement (le Protocole d'Accord)

Le Protocole d'Accord a été signé le 23 septembre 2021 entre DBAY ADVISORS LTD et la Société. Il porte sur les modalités du dépôt de l'Offre, les engagements pris par les parties s'agissant de la conduite des affaires de la Société jusqu'au closing et les déclarations usuelles de garantie sur le capital, les actifs ou la situation juridique, financière et comptable de la Société. Concernant plus particulièrement les termes de l'Offre, l'accord indique que l'Offre proposera un prix par action de 30€, augmenté d'un complément de prix potentiel de 0,25€ par action si le seuil de mise en œuvre du retrait obligatoire de 90% est atteint à l'issue de l'offre.

L'avenant du 16 novembre 2021 au Protocole d'Accord prend acte (i) du transfert des engagements pris par DBAY ADVISORS LTD au titre du Protocole d'Accord à SYNSION BIDCO, en tant que société initiatrice de l'Offre, (ii) du relèvement du prix d'Offre à 31€ par action et (iii) du décalage du calendrier initial.

Ce Protocole d'Apport et son avenant ne contiennent aucune disposition susceptible de remettre en cause le caractère équitable du prix d'Offre d'un point de vue financier et n'appellent pas de commentaire particulier de notre part.

1.2 Financement de l'Offre

Dans le cadre du financement de l'Offre, un contrat de financement d'un montant total maximal de 91,3M€ a été conclu le 22 novembre 2021 entre la société SYNSION BIDCO (l'Initiateur) et TIKEHAU INVESTMENT MANAGEMENT, agissant pour le compte de fonds qu'elle gère¹ (ci-après « les Fonds Tikehau »). Ce contrat (ci-après « le Contrat de Souscription ») prévoit :

- L'émission d'obligations par SYNSION BIDCO pour un montant maximal de 43,3 M€. Cet emprunt a pour objet de permettre le financement par SYNSION BIDCO d'une partie de l'acquisition des titres de la société SQLI dans le cadre de l'Offre (ci-après « l'Emprunt Obligataire ») ;
- L'émission d'obligations par SQLI pour un montant total maximal de 28 M€. Cet emprunt a vocation à refinancer, totalement ou partiellement, la dette du groupe SQLI (ci-après « le Contrat de Refinancement ») ;
- L'émission d'obligations par SYNSION BIDCO ou SQLI pour un montant maximal de 20 M€ permettant de financer le développement du groupe SQLI (ci-après « le Crédit CAPEX »).

¹ Les souscripteurs sont MACSF Invest (6,4 M€), Tikehau Direct Lending V (66,6 M€), SC TKH EU PD Sarl (11,4 M€), Tikehau Cardiff Loan Europe (6,9 M€). Ils sont représentés par Tikehau Investment Management en tant que mandataire.





1.2.1 Emprunt Obligataire SYNSION BIDCO

Dans le cadre de l'Emprunt Obligataire, la société SYNSION BIDCO procédera à l'émission de 433 obligations d'une valeur nominale de 100.000 euros, en plusieurs tranches et en particulier une première tranche à l'occasion du règlement-livraison de la période initiale de l'Offre, une deuxième tranche à l'occasion du règlement-livraison de la période de réouverture de l'Offre et, dans l'hypothèse où l'intégralité des obligations n'a pas été souscrite dans le cadre de la première et deuxième tranche, en une ou plusieurs tranches conformément au Contrat de Souscription.

L'Emprunt Obligataire, d'une maturité de 7 ans, est remboursable *in fine* sauf clause spécifique indiquée dans le Contrat de Souscription. Le taux d'intérêt applicable aux obligations est égal (i) au taux Euribor pour la période considérée (3 mois ou 6 mois), étant précisé que le taux Euribor retenu ne pourra pas être inférieur à 0, (ii) majoré d'une marge comprise entre 5% et 6,5% en fonction du niveau de levier.

L'emprunt obligataire est soumis au respect d'un ratio financier (Dette financière nette / EBITDA). Ce ratio est calculé globalement, pour SYNSION BIDCO et le groupe SQLI. Il doit être inférieur à 7,25x au 30 juin 2022 et décroître progressivement jusqu'à 3,75x à l'échéance de l'emprunt.

Il est par ailleurs précisé qu'un bon de souscription d'actions (BSA), permettant aux Fonds Tikehau d'acquérir une participation au capital de l'Initiateur, est attaché à chaque obligation. Les BSA sont détachables des obligations à tout moment. L'exercice des BSA pourrait permettre aux Fonds Tikehau d'acquérir au maximum 4,86% du capital de SYNSION BIDCO. Le prix d'exercice des BSA serait de 1€ (valeur nominale de l'action).

Les BSA bénéficient de mécanismes de protection légale et contractuelle et notamment d'une protection anti-dilutive.

L'analyse de l'Emprunt Obligataire doit être menée conjointement avec le Contrat de Refinancement qui concerne SQLI, décrit ci-après (§1.2.2).

Au niveau de l'Initiateur, nous pouvons toutefois relever qu'il n'existe aucun prix de cession garanti ni aucune formule de calcul du prix de cession pour les actions SYNSION BIDCO que pourraient être amenés à détenir les Fonds TIKEHAU dans le cadre de l'exercice des BSA.

1.2.2 Contrat de Refinancement SQLI

Dans le cadre du Contrat de Refinancement, la société SQLI procédera à l'émission de 280 obligations d'une valeur nominale de 100.000 euros en une seule tranche.

Le Contrat de Refinancement, d'une maturité de 7 ans, est remboursable *in fine* sauf clause spécifique indiquée dans le Contrat de Souscription. Le taux d'intérêt applicable aux obligations est égal (i) au taux Euribor pour la période considérée (3 mois ou 6 mois), étant précisé que le taux Euribor retenu ne pourra pas être inférieur à 0, (ii) majoré d'une marge comprise entre 5% et 6,5% en fonction du niveau de levier.





Le taux d'intérêt facial au titre du Contrat de Refinancement est supérieur à celui dont bénéficie actuellement SQLI (de l'ordre de 2% à 3%). Il convient de préciser que ce Contrat de Refinancement (i) offre la possibilité pour SQLI de refinancer l'intégralité de sa dette financière existante via un seul et même support juridique et dès lors une simplification de la structure et du suivi de son endettement, (ii) permet de bénéficier d'une longue maturité (7 ans), remboursable intégralement *in fine* contrairement au financement actuel de SQLI qui est essentiellement amortissable, et (iii) ce financement peut être provisoire dans la mesure où aucun frais supplémentaire ou aucune pénalité n'est prévu en cas de remboursement anticipé au-delà de 18 mois. Ce financement génèrera un coût supérieur mais permet à SQLI de gérer sa trésorerie jusqu'à son terme ou de le rembourser librement, sans aucun frais, si le Groupe trouve des financements plus avantageux.

Relevons également que les conditions des deux financements accordés par TIKEHAU INVESTMENT MANAGEMENT, à SYNSION BIDCO d'une part, et à SQLI d'autre part, présentent des modalités identiques.

Dans ces conditions et à raison de la flexibilité qu'ils offrent, les financements accordés par TIKEHAU INVESTMENT MANAGEMENT ne sont pas, selon nous, de nature à remettre en cause le caractère équitable du prix d'Offre d'un point de vue financier.

Ces financements sont complétés par une ouverture de Crédit CAPEX.

1.2.3 Crédit CAPEX

Ce Crédit CAPEX est exclusivement dédié au financement des Acquisitions Autorisées, au rachat de minoritaires des acquisitions au sein du groupe SQLI, et aux investissements de développement (hors investissements de maintenance) du groupe SQLI.

Dans le cadre du Crédit CAPEX, SYNSION BIDCO ou SQLI pourront émettre des obligations jusqu'à un montant global total maximum de 20 M€, pendant une période de 36 mois à compter de la réouverture de l'Offre, étant précisé que si la ligne CAPEX est tirée par SYNSION BIDCO, elle doit obligatoirement être reprêtée à SQLI.

Cet accès à la ressource doit bénéficier à SQLI pour les besoins de son développement.

Les termes et conditions des obligations émises dans le cadre de l'Emprunt Obligataire et dans le cadre du Contrat de Refinancement, s'appliqueront *mutatis mutandis* aux obligations émises dans le cadre du Crédit Capex par SYNSION BIDCO et SQLI respectivement.





1.3 Engagement contractuel avec TIKEHAU INVESTMENT MANAGEMENT

SYNSION MIDCO, actionnaire principal de SYNSION BIDCO, a conclu le 22 novembre 2021 un engagement contractuel (ci-après « le Pacte d'Actionnaires ») avec les fonds gérés par TIKEHAU INVESTMENT MANAGEMENT.

Le Pacte d'Actionnaires est conclu pour une durée initiale de 20 ans et sera renouvelé automatiquement par tacite reconduction pour des périodes successives de cinq ans.

Nous avons obtenu communication du Pacte d'Actionnaires et nous avons examiné son contenu.

Ce Pacte d'Actionnaires a pour objet de définir les modalités de transfert des titres SYNSION BIDCO qui seraient susceptibles d'être détenus par les Fonds TIKEHAU en cas d'exercice des BSA attachés aux obligations souscrites dans le cadre de l'Emprunt Obligataire émis par SYNSION BIDCO (cf. ci-dessus).

Le Pacte d'Actionnaires institue :

- (i) Un droit de préemption au profit de SYNSION MIDCO en cas de cession d'action par les Fonds TIKEHAU ;
- (ii) Un droit de sortie conjointe (a) totale au profit des Fonds TIKEHAU en cas de cession par SYNSION MIDCO du contrôle de SYNSION BIDCO ou (b) proportionnelle au profit des Fonds TIKEHAU en cas de cession d'actions SYNSION BIDCO par SYNSION MIDCO ;
- (iii) Un droit de sortie forcé pouvant être exercé par SYNSION MIDCO dans l'hypothèse d'une offre d'acquisition portant sur l'intégralité des titres de SYNSION BIDCO, en vertu duquel les Fonds TIKEHAU seront tenus de transférer l'intégralité des titres SYNSION BIDCO qu'ils détiennent.

Le Pacte d'Actionnaires comporte également des dispositions relatives à l'organisation d'un processus de sortie éventuelle des titres SQLI. Dans le cas où un processus de vente des titres SQLI serait initié par SYNSION MIDCO, et si les Fonds TIKEHAU en décident ainsi, les BSA seront rachetés par SYNSION BIDCO à un prix déterminé par transparence avec le prix reçu par SYNSION BIDCO pour les actions SQLI dans le cadre du processus de sortie.

Le Pacte d'Actionnaires ne contient aucune disposition relative au prix de cession des titres SYNSION BIDCO, et notamment aucun prix de cession garanti ni aucune formule de calcul du prix de cession. Dans ces conditions, le Pacte d'Actionnaires n'est donc pas, selon nous, de nature à remettre en cause le caractère équitable du prix d'Offre d'un point de vue financier.





1.4 Mécanismes de liquidité

Les mécanismes de liquidité prévus dans le cadre de l'Offre ont fait l'objet d'une analyse par nos soins dans la partie §7.2 de notre rapport du 9 novembre 2021.

Nous rappelons que le prix fixé selon les accords de liquidité correspondra à l'application du multiple d'EBITDA induit par le Prix d'Offre, à l'EBITDA consolidé du groupe SQLI des 12 derniers mois, minoré de la dette financière nette.

Nous confirmons ainsi que la formule de détermination du prix appliquée à la situation contemporaine de l'Offre ne fait pas ressortir un prix supérieur au prix d'Offre. Il n'existe par ailleurs pas de prix de sortie garanti dans le cadre de ce mécanisme.

Notre conclusion, selon laquelle les conditions des accords de liquidité conclus dans le cadre de l'OPA ne font pas apparaître de disposition de nature à remettre en cause, selon nous, le caractère équitable de l'Offre d'un point de vue financier, reste inchangée.





2. Analyse et appréciation aux observations reçues d'un actionnaire minoritaire

Comme précisé ci-avant, l'actionnaire A a transmis à la Société un courrier en date du 6 décembre 2021 dans lequel il fait état de son étonnement sur les conclusions de notre rapport émis en date du 9 novembre 2021.

L'Actionnaire A soulève plusieurs points qui selon lui démontrent que le prix d'Offre de 31€ par action SQLI « *n'intègre ni la prime de contrôle habituellement constatée, ni les perspectives de redressement de la société, et n'offre donc pas aux actionnaires minoritaires une possibilité de cession correcte dans le cadre de cette opération* ».

Nous reprenons ci-après notre analyse des différents points soulevés par l'actionnaire A concernant nos travaux.

2.1 Sur un éventuel droit de suite accordé par DBAY ADVISORS au profit de QUAERO CAPITAL

Commentaire de l'Actionnaire A

Selon l'Actionnaire A, il ne peut pas être exclu qu'un droit de suite ait été accordé par DBAY ADVISORS, qui serait susceptible de rompre l'égalité de traitement entre les actionnaires.

Analyse de l'Expert Indépendant

Nous rappelons que nous avons analysé l'engagement d'apport de QUAERO CAPITAL dans le cadre de l'analyse des accords connexes à l'Offre (au §7.1 de notre rapport du 9 novembre 2021).

Nous précisons qu'au titre de cet engagement d'apport, les actions apportées par QUAERO CAPITAL seront acquises au prix d'Offre par l'Initiateur, et qu'il n'existe aucun droit de suite accordé par l'Initiateur au profit de QUAERO CAPITAL.

Dans le cadre de cet engagement d'apport, QUAERO CAPITAL s'est également engagé à ne pas transférer de quelque manière que ce soit les actions SQLI faisant l'objet de l'engagement d'apport, sauf à ce que l'acquéreur des actions SQLI détenues par QUAERO CAPITAL adhère à l'engagement d'apport conclu entre QUAERO CAPITAL SA et l'Initiateur. Au titre de cet engagement d'apport, l'acquéreur s'engage à payer à QUAERO CAPITAL l'éventuelle différence de prix entre le prix d'Offre et le prix auquel les actions acquises seraient cédées par ce tiers acquéreur.

.





2.2 Sur la mise en œuvre de la méthode des transactions comparables

1^{er} commentaire de l'Actionnaire A

L'Actionnaire A relève que nous n'avons pas retenu deux transactions récentes (la seconde OPA sur DEVOTEAM initiée par CASTILLON SAS et l'offre d'ADECCO sur AKKA TECHNOLOGIES) intervenues dans le secteur, extériorisant « *des multiples de valorisation nettement supérieurs à ceux proposés* ». Selon son analyse, la prise en compte de ces 2 transactions valoriserait le titre SQLI à plus de 45€.

Analyse de l'Expert Indépendant

En ce qui concerne la seconde offre publique d'achat sur la cible DEVOTEAM, nous précisons que la note d'information a été déposée le 14 octobre 2021 et la note en réponse le 23 novembre 2021 (soit postérieurement à la date de notre rapport du 9 novembre 2021) et que le visa de l'AMF n'a été obtenu qu'en date du 7 décembre 2021. La méthode des transactions comparables porte sur des transactions effectivement réalisées ; pour cette raison, cette transaction n'est pas retenue dans nos travaux.

À titre purement informatif, quand bien même nous retenions dans notre échantillon l'opération visant le retrait obligatoire de DEVOTEAM qui extériorise un multiple d'EBIT de 16,1x, le multiple moyen d'EBIT passerait de 12,1x (cf. page 67 de notre rapport du 9 novembre 2021) à 12,4x, ce qui induirait une nouvelle fourchette de valeurs comprise entre 20,49€ et 29,96€ par action SQLI (vs 19,84€ à 29,07€ par action SQLI). Dès lors, le prix d'Offre extériorisait une prime comprise entre +3,5% et +51,3%.

Quant à l'opération initiée par ADECCO visant AKKA TECHNOLOGIES, celle-ci n'a pas été retenue dans la mesure où nous ne l'avons pas considérée suffisamment comparable. En effet, AKKA TECHNOLOGIES est spécialisée dans les prestations de conseil en ingénierie et en hautes technologies pour les secteurs industriels en particulier (automobile, aéronautique, défense, etc.). AKKA TECHNOLOGIES intervient sur toute la chaîne de valeur, de la phase de R&D à la phase de conception et de production. Par ailleurs, l'opération concernée correspond à un deal industriel où de fortes synergies sont attendues, contrairement à la présente opération où DBAY ADVISORS n'anticipe pas de synergie de coûts ou de revenus significative (cf. note d'information) compte tenu de son activité de *holding*. Pour ces raisons, nous n'avons pas retenu cette opération.

2^{ème} commentaire de l'Actionnaire A

L'Actionnaire A relève à juste titre que globalement le secteur des ESN a été résilient à la crise de la Covid-19 par rapport à d'autres secteurs, « *la plupart des acteurs (ayant) publié des chiffres excellents en 2020 et 2021* » et s'interroge ainsi sur la date de l'agrégat que nous avons retenu (2019), auquel nous appliquons le multiple moyen d'EBIT issu des transactions comparables.





Analyse de l'Expert Indépendant

Il convient de rappeler que le chiffre d'affaires du groupe SQLI fait état d'une baisse de -10,5% au 31 décembre 2020 liée à la crise de la Covid-19. Cette faible performance est notamment à mettre en regard de l'activité française historique du Groupe « *Digital & Technology* » qui a connu une année en fort retrait (-24,4%) à cause de certains clients comme AIRBUS qui ont été très impactés. À l'inverse, la croissance s'est poursuivie pour l'activité internationale (+12,8%), soutenue par une croissance organique de +4% notamment sur le marché des plateformes digitales d'expérience clients et collaborateurs, très porteur, et par l'intégration depuis mars 2020 de REDBOX DIGITAL (cf. §4.4.1 de notre rapport du 9 novembre 2021).

Aussi, la marge opérationnelle courante fait état d'une baisse de 210 points de base au 31 décembre 2020 (à 3,4% du chiffre d'affaires) malgré des efforts de réduction de coûts en réponse à la crise de la Covid-19. Pour ces raisons, nous avons appliqué le multiple moyen d'EBIT extériorisé par les transactions comparables retenues aux agrégats 2019 de SQLI, ce qui est favorable aux actionnaires minoritaires. Il est à noter que le taux de marge opérationnelle courante 2021E devrait être en ligne avec la *guidance* annoncée (« *amélioration de 2 points de la marge opérationnelle courante consolidée annuelle* », cf. §5.4.3.1 de notre rapport), soit proche du niveau de 2019). Ainsi, retenir les agrégats 2021 au lieu de 2019 n'aurait pas eu d'impact significatif sur notre atterrissage de valorisation au titre de ce critère présenté à titre secondaire.

2.3 Sur la prime instantanée offerte par l'Initiateur

Commentaire l'Actionnaire A

L'Actionnaire A rappelle que la transaction réalisée entre DBAY ADVISORS et NOBEL en 2019 faisait état d'une prime de 55% sur le dernier cours de bourse pour une prise de participation minoritaire. Celle offerte aujourd'hui dans le cadre de l'Offre « *n'est que de 11% pour obtenir le contrôle* » de la Société.

Analyse de l'Expert Indépendant

En premier lieu, il convient de préciser qu'il n'y a pas de standard de prime sur cours de bourse en ce qui concerne les opérations de marché. Les primes extériorisées sur le critère du cours de bourse de SQLI (entre 11% sur le spot, et 52% sur le CMPV 24 mois) dépendent du niveau de valorisation exprimé par le cours de bourse à l'instant de l'Offre. En l'espèce, elles nous ont permis de conclure au caractère équitable du prix d'Offre.

En l'espèce, nous renvoyons le lecteur au §5.4.1.1 de notre rapport où nous mentionnons que le cours de l'action SQLI a été soutenu, en particulier sur la troisième phase analysée, par l'intensification des spéculations autour d'une éventuelle offre publique de la part de DBAY ADVISORS, comme en témoignent certains articles de presse et notes d'analystes (LES ECHOS INVESTIR, PORTZAMPARC BNP PARIBAS, ODDO BHF, etc.). Dès lors, le fait que la prime affichée soit plus faible que celle observée lors de l'opération de 2019 peut s'expliquer par le fait que le cours de bourse, depuis la prise de participation minoritaire de DBAY ADVISORS dans SQLI, intègre une prime spéculative difficilement quantifiable.





2.4 Sur la mise en œuvre de la méthode des comparables boursiers

Commentaire l'Actionnaire A

L'Actionnaire A s'interroge sur le fait que nous ayons retenu les seules années 2021 et 2022 pour la mise en œuvre de la méthode des comparables boursiers, en rappelant que SQLI « *devrait connaître un taux de croissance de sa marge très supérieur à ses pairs jusqu'en 2025, compte tenu du redressement de sa rentabilité* ».

Analyse de l'Expert Indépendant

Nous précisons que nous avons retenu les multiples boursiers 2021 et 2022 dans la mesure où les prévisions 2023 ne sont pas toutes exhaustives au niveau des consensus observés sur nos bases de données, et ce pour chaque comparable retenu. Nous rappelons que la méthode des comparables boursiers est présentée à titre secondaire pour les raisons évoquées au §5.4.4 de notre rapport du 9 novembre 2021.

La méthode de l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels a été en revanche retenue à titre principal, notamment dans la mesure où celle-ci intègre pleinement les perspectives de croissance, de redressement et d'amélioration de la rentabilité du Groupe jusqu'en 2025 évoquées par l'actionnaire minoritaire.

Nous rappelons en synthèse de notre rapport que cette méthode est basée sur les prévisions du management qui intègrent des anticipations de croissance de chiffre d'affaires et d'améliorations significatives de la rentabilité de la Société et qui extériorisent des taux de marge élevés, jamais atteints par le passé. Sur ces bases, le prix d'Offre donne la pleine valeur aux actionnaires minoritaires sans qu'ils aient à supporter le risque d'exécution du plan d'affaires.





3. Modifications apportées aux éléments d'appréciation du prix d'Offre

Dans la partie « 6. Analyse des éléments d'appréciation du prix établi par l'Établissement Présentateur » de notre rapport du 9 novembre 2021, nous avons relevé un écart sur les résultats de nos travaux avec ceux de l'Établissement Présentateur dans le cadre de la mise en œuvre du critère de l'analyse du cours de bourse.

L'Établissement Présentateur présente désormais les résultats de ce critère en retenant le cours de clôture du 23 septembre 2021 et non du 22 septembre 2021. Cet écart n'a donc plus lieu d'être.

En conclusion, les compléments et développements exposés supra ne modifient pas notre opinion quant au caractère équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de SOLI du prix d'Offre de 31€.

FINEXIS EXPERT & CONSEIL FINANCIER

Paris, le 13 décembre 2021


Olivier PERONNET
Associé