

FAIRNESS OPINION CREALOGIX HOLDING AG

**Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des öffentlichen
Übernahmeangebots durch Vencora UK Limited für die
ausstehenden Aktien der Crealogix Holding AG**

29. November 2023

FAIRNESS OPINION CREALOGIX HOLDING AG

Inhalt

1	Einleitung	Seite 3
2	Unternehmensbeschrieb und Marktanalyse	Seite 8
3	Bewertung	Seite 22
4	Beurteilung	Seite 42
5	Anhang	Seite 45

FAIRNESS OPINION CREALOGIX HOLDING AG

I Einleitung

- | | | |
|------------|---------------|---------|
| I.1 | Ausgangslage | Seite 3 |
| I.2 | Unser Auftrag | Seite 4 |
| I.3 | Vorgehen | Seite 5 |
| I.4 | Quellen | Seite 6 |

I Einleitung

1.1 Ausgangslage



CREALOGIX ist ein international tätiges Softwareunternehmen und primär im Bereich von digitalen Front-End-Lösungen für Banken und Vermögensverwalter tätig. Das Unternehmen ist an der SIX Swiss Exchange kotiert

Die Crealogix Holding AG (nachfolgend auch «CREALOGIX», «Gruppe» oder «Zielgesellschaft» genannt) ist ein Schweizer Softwareunternehmen, welches sich auf Front-End-Lösungen für digitales Banking, digitale Vermögensverwaltung sowie digitales Antrags- und Prozessmanagement für Banken und Vermögensverwalter spezialisiert hat. CREALOGIX bietet eine Reihe von Dienstleistungen und Produkten an, welche es Finanzinstituten erlaubt, das digitale Endkundenerlebnis zu verbessern. CREALOGIX zählt zu den 100 Top-Fintech-Firmen.¹

Der Konzernhauptsitz befindet sich in Zürich (Schweiz). Insgesamt beschäftigt die Gruppe rund 380 Mitarbeitende an weltweit acht Standorten. Im Geschäftsjahr («GJ») 2022/23 erzielte die Gruppe einen Umsatzerlös von CHF 81.4 Mio. und einen EBITDA von CHF 8.9 Mio.²

Die Aktien der CREALOGIX sind seit September 2000 an der SIX Swiss Exchange («SIX») kotiert. Per 15. November 2023 lag die Marktkapitalisierung der Zielgesellschaft bei CHF 69.8 Mio. Das Aktienkapital der CREALOGIX besteht aus 1'404'742 Namenaktien mit einem Nennwert von je CHF 8.00.³ Per 15. November 2023 waren 1'401'253 Namenaktien ausstehend.⁴

Am Abend des 15. November 2023 schlossen CREALOGIX und Vencora UK Limited («die Anbieterin» oder «Vencora») eine Transaktionsvereinbarung ab, wonach sich Vencora bereit erklärte, ein freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot («das Angebot») für alle sich im Publikum befindenden Namenaktien der CREALOGIX zu unterbreiten. Das Angebot wurde am 16. November 2023 nach Unterzeichnung der Transaktionsvereinbarung und vor Eröffnung des Handels an der SIX von Vencora vorangekündigt. Der Angebotspreis beträgt CHF 60.00 in bar pro CREALOGIX-Aktie («Angebotspreis»).

¹ Quelle: Management-Angaben der CREALOGIX.

² Bereinigt um den Erlös aus dem Verkauf der Mehrheitsbeteiligung Swiss Learning Hub AG («SLH») wird ein «Operativer EBITDA» von CHF 1.4 Mio. ausgewiesen. Weitere Informationen zur SLH-Transaktion und ihren Auswirkungen auf die Finanzdaten der CREALOGIX finden sich in Abschnitt 2.3.

³ Quelle: SIX Swiss Exchange.

⁴ Quelle: Management-Angaben der CREALOGIX.

1.2 Unser Auftrag

Die vorliegende Fairness Opinion umfasst eine unabhängige Bewertungsanalyse der CREALOGIX

IFBC ist eine unabhängige Corporate-Finance-Beraterin und erhält keine Entschädigung in Abhängigkeit der Bewertungsergebnisse sowie des Transaktionserfolgs

Bewertungszeitpunkt ist der 15. November 2023

Die IFBC AG («IFBC») wurde im August 2023 vom Verwaltungsrat («VR») der CREALOGIX mit der Erstellung einer unabhängigen Fairness Opinion zur Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Angebotspreises beauftragt. Dieser Bericht wurde ausschliesslich zum Zweck der Unterstützung des VR der CREALOGIX bei der Beurteilung des Angebots erstellt. Die Fairness Opinion darf lediglich für die finanzielle Beurteilung des Angebots durch den VR der CREALOGIX genutzt werden. Die Verwendung für einen anderen Zweck ist ausgeschlossen. Insbesondere stellt die Fairness Opinion keine Empfehlung an die Publikumsaktionäre dar, das Angebot anzunehmen oder abzulehnen.

IFBC erstellte diese Fairness Opinion als unabhängige Corporate-Finance-Beraterin und wird dafür mit einem marktüblichen Honorar entschädigt. IFBC erhält keine Entschädigungen, welche von den Aussagen im Bericht oder vom Erfolg der Transaktion abhängig sind. IFBC bestätigt, dass sie als Bewerterin im Sinne von Art. 30 Abs. 6 UEV für die Erstellung einer Fairness Opinion besonders befähigt und von der Anbieterin, der Zielgesellschaft sowie den mit diesen in gemeinsamer Absprache handelnden Personen unabhängig ist.

Bei der Erstellung der Fairness Opinion hat IFBC die Korrektheit und Vollständigkeit der vom Management der CREALOGIX zur Verfügung gestellten Informationen vorausgesetzt. Weiter wird davon ausgegangen, dass die erhaltenen Informationen fachgerecht und nach bestem Wissen aufbereitet wurden und damit der besten aktuell verfügbaren Einschätzung seitens des Managements der CREALOGIX entsprechen. Die Verantwortung von IFBC beschränkt sich auf die sorgfältige und fachgerechte Beurteilung und Plausibilisierung der zur Verfügung gestellten Informationen und Berechnungen. IFBC hat weder eine aktienrechtliche Revision noch eine Due Diligence durchgeführt.

Die Ergebnisse unserer unabhängigen Bewertungsanalysen wurden dem VR der CREALOGIX am 15. November 2023 vor der Unterzeichnung der Transaktionsvereinbarung und vor der Vorankündigung des Angebots am 16. November 2023 durch Vencora zugestellt. Die Bewertung basiert auf dem aktuellen Businessplan, welcher vom VR der CREALOGIX am 7. September 2023 genehmigt wurde, auf aktuellen Angaben und Annahmen des Managements sowie auf dem Jahresabschluss der CREALOGIX per 30. Juni 2023.

Das Management der CREALOGIX bestätigte zudem, dass bis zur Veröffentlichung dieses Bewertungsberichts keine wesentlichen Ereignisse und Transaktionen eingetreten sind, welche nicht bereits in der oben aufgeführten Informationsbasis entsprechend berücksichtigt sind.

1.3 Vorgehen

Die Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Angebots durch Vencora zuhanden der Aktionäre der CREALOGIX basiert auf Bewertungsüberlegungen von IFBC. Diese stützen sich auf die folgenden Analysen, die in diesem Bericht ausführlich beschrieben werden:

- Analyse des Geschäftsmodells des Unternehmens sowie des aktuellen Marktumfelds
- Analyse der historischen Finanzkennzahlen
- Beurteilung des vom VR der CREALOGIX genehmigten Businessplans für die GJ 2023/24 bis 2025/26 («Businessplanperiode») sowie der Annahmen des Managements für die beiden Folgejahre 2026/27 sowie 2027/28 («Grobplanperiode»)
- Bewertung des Unternehmens und Berechnung des Werts je Aktie basierend auf den folgenden Bewertungsansätzen:
 - Discounted-Cashflow-Methode
 - Trading-Multiples-Ansatz
 - Transaction-Multiples-Ansatz
- Aktienkursanalyse sowie Analyse des Kursziels des Analysten

Die Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Angebots von Vencora zuhanden der Aktionäre der CREALOGIX erfolgt ohne Berücksichtigung der individuellen steuerlichen, rechtlichen oder anderen spezifischen Situation der einzelnen Investoren. Dementsprechend sind im Rahmen dieser Fairness Opinion nur allgemeingültige Aussagen aus Sicht aller Publikumsaktionäre zur finanziellen Angemessenheit des Angebots möglich.

1.4 Quellen

Unsere Beurteilung basiert unter anderem auf der Analyse folgender Informationen:

- Testierte Geschäftsberichte der CREALOGIX (konsolidiert) für die GJ 2020/21 bis 2022/23
- Vom VR der CREALOGIX am 7. September 2023 genehmigter Businessplan für die GJ 2023/24 bis 2025/26
- Annahmen des Managements für die beiden Grobplanjahre 2026/27 sowie 2027/28
- Weitere aktuelle Angaben und Annahmen aus Gesprächen mit dem Management der CREALOGIX
- Kapitalmarkt- und Finanzdaten ausgewählter Vergleichsunternehmen (Datenquelle: Refinitiv Eikon)
- Daten ausgewählter Transaktionen basierend auf öffentlich verfügbaren Informationen
(Datenquelle: Refinitiv Eikon)
- Sonstige öffentlich zugängliche Informationen

FAIRNESS OPINION CREALOGIX HOLDING AG

2 Unternehmensbeschrieb und Marktanalyse

- | | | |
|------------|--|----------|
| 2.1 | Überblick zu CREALOGIX | Seite 8 |
| 2.2 | Geschäftsmodell der CREALOGIX | Seite 9 |
| 2.3 | Historische Finanzkennzahlen der CREALOGIX | Seite 14 |
| 2.4 | Marktanalyse | Seite 18 |

2 Unternehmensbeschrieb und Marktanalyse

2.1 Überblick zu CREALOGIX

CREALOGIX ist ein international tätiges Softwareunternehmen, welches sich auf die Entwicklung von digitalen Front-End-Lösungen für Banken und Vermögensverwalter spezialisiert hat

CREALOGIX ist ein in Zürich (Schweiz) ansässiges Unternehmen. CREALOGIX entwickelt und vertreibt digitale Produkte und komplementäre Dienstleistungen im Front-End-Bereich für Banken und Vermögensverwalter. Die Gruppe beschäftigt rund 380 Mitarbeitende an weltweit acht Standorten. Das Vertriebsnetz der CREALOGIX erstreckt sich auf mehr als 15 Länder weltweit. Rund 32% der Umsatzerlöse wurden im GJ 2022/23 in der Schweiz, 44% in anderen europäischen Ländern sowie 24% im Rest der Welt realisiert.

Grösste Aktionäre der CREALOGIX sind per 30. September 2023 Dr. Richard Dratva (18.06%), Bruno Richle (16.80%) und Daniel Hitebrand (7.97%). Zwischen diesen Aktionären sowie Peter Süsstrunk (zusammen «Founder Shareholders») besteht ein Aktionärsbindungsvertrag («ABV»).⁵ Über 5% der ausgegebenen Namenaktien halten zudem David Moreno über die Mayfin Management Services S.I. (7.76%) sowie Long Path Smaller Companies Master Fund, Ltd. (7.05%).⁶



Quelle: Management-Angaben der CREALOGIX, Geschäftsbericht 2022/23, Präsentation der Jahresergebnisse 2022/23.

⁵ Der ABV wird zum Zeitpunkt der Unterzeichnung der Transaktionsvereinbarung hinfällig.

⁶ Familienmitglieder werden teilweise den Hauptaktionären zugerechnet.

2.2 Geschäftsmodell der CREALOGIX

2.2.1 Produkt- und Dienstleistungsangebot sowie Marktsegmente

CREALOGIX entwickelt und implementiert Softwarelösungen, welche digitales Banking und digitale Vermögensverwaltung für "das digitale Finanzinstitut von morgen" ermöglichen. Bei den Produkten der CREALOGIX handelt es sich um Front-End-Lösungen, die sich in die Backend-Systeme der Kunden integrieren.

Zielkunden

Digitale Banking-Plattform
für Retail- und
Geschäftsbanken sowie
Vermögensverwalter

Die Zielkunden der CREALOGIX sind etablierte Retail- und Geschäftsbanken, Vermögensverwalter sowie Förderbanken, welche ihre Digitalisierungsstrategie vorantreiben wollen. Die Lösungen der CREALOGIX erlauben es den Finanzinstituten, ihren Kunden ein anspruchsvolles, modernes Omni-Channel-Angebot zu bieten. Um wettbewerbsfähig zu bleiben, müssen Banken und Vermögensverwalter ihre bestehenden Inhouse-Systeme vorantreiben, um Kosten zu senken, sich zu differenzieren und in einem sich ständig entwickelnden (schnell digitalisierenden) Markt ihren eigenen Kunden mehr Flexibilität zu bieten.

CREALOGIX offeriert ihren Kunden in den Marktsegmenten «Retail» (Retail Banking), «Business» (Corporate Banking und SME Banking) sowie «Wealth» (Wealth Management) eine modulare, digitale Banking-Lösung. Diese Lösung wird in Form einer Plattform angeboten, die es Finanzinstituten ermöglicht, mittels spezifischer Applikationen ihre Effizienz zu steigern und die digitale Transformation voranzutreiben. Die Applikationen werden produkt- und länderspezifisch vertrieben (sogenannte «Flagship-Produkte»).



Quelle: Darstellung zur Verfügung gestellt vom Management der CREALOGIX.

Die digitale Banking-Plattform ermöglicht es, eine umfassende Palette von Finanzprodukten und -dienstleistungen, einschliesslich Kontoverwaltung, Zahlungen und Investitionen, auf einer Plattform abzuwickeln. Dies erhöht die Skalierbarkeit des digitalen Angebots von Finanzinstituten und ermöglicht neben Kosteneinsparungen durch eine erhöhte Effizienz auch eine konsequente Fokussierung auf die digitale Transformation.

«CREALOGIX Funding Portal» für Förderbanken

Neben der digitalen Banking-Plattform wurde mit dem «CREALOGIX Funding Portal» eine spezifische Lösung für Förderbanken entwickelt, welche mittlerweile erfolgreich im Markt angeboten wird. Das «CREALOGIX Funding Portal» ist eine digitale Plattform, die es Förderbanken ermöglicht, verschiedene Arten von Fördermitteln schnell, flexibel, benutzerfreundlich und sicher anzubieten sowie zu verwalten und zu vergeben. Sie deckt den gesamten Lebenszyklus von Förderprojekten ab, von der Gesucheinreichung und -bewilligung bis hin zur Auszahlung und Überwachung. Es handelt sich um eine Low-Code-Plattform, die konfiguriert und angepasst werden kann, um den spezifischen Bedürfnissen und Anforderungen der Fördermittel Rechnung zu tragen. Darüber hinaus gewährleistet die Plattform die vollständige Einhaltung von Vorschriften zum Datenschutz.

2.2.2 Monetarisierung nach Umsatzerlöskategorien

Die Umsatzerlöse der CREALOGIX lassen sich anhand der nachfolgend beschriebenen Umsatzerlöskategorien klassifizieren. Diese werden wiederum wiederkehrenden («Recurring») und nicht wiederkehrenden (Non-recurring) Umsatzerlösen zugewiesen.

«SaaS/Hosting»

Bei der Umsatzerlöskategorie «SaaS⁷/Hosting» handelt es sich um wiederkehrende Umsatzerlöse. Dazu gehören zum einen der Verkauf von Nutzungsrechten von Softwarelösungen über eine fixierte Zeitdauer. Zum anderen können die Kunden der CREALOGIX neben den Nutzungsrechten auch ein Serviceabonnement erwerben, bei dem in Form eines Dienstleistungsvertrags pro Jahr eine feste Anzahl von Servicetagen definiert wird. Die Servicetage werden verwendet, um bestehende Lösungen weiterzuentwickeln. Neben den Nutzungsrechten und den wiederkehrenden Servicetagen werden dieser Umsatzerlöskategorie auch Erträge aus dem Hosting verschiedener Anwendungen (eigene Digital-Banking-Lösungen oder allgemeine IT-Lösungen in Datencentern oder in der Cloud) zugerechnet.

«Wartung»

CREALOGIX geht mit jedem Lizenzverkauf einen Wartungs- und Supportvertrag ein. Diese Verträge beinhalten in der Regel eine fixierte Laufzeit und werden automatisch verlängert, sofern der Kunde diese nicht kündigt. Aus diesem Grund definiert CREALOGIX die Umsatzerlöse aus der Kategorie «Wartung» ebenfalls als wiederkehrend.

⁷ Software-as-a-Service.

«Lizenzen»

Der Kauf einer Lizenz für ein Produkt der CREALOGIX gewährt dem Kunden das Recht, die Software bzw. die Lösungen unbegrenzt für eine unbestimmte Zeit oder für eine definierte begrenzte Zeit zu nutzen. Die Umsatzerlöse der Produktkategorie «Lizenzen» sind entsprechend nicht wiederkehrend.

«Services»

Der Erwerb einer Software bzw. einer Lösung (entweder über ein Abonnement, welches der Kategorie «SaaS/Hosting» zugeordnet wird, oder über eine «Lizenz») bedingt die entsprechende Implementierung. Die Umsatzerlöse aus Implementierungsprojekten werden der Umsatzerlöskategorie «Services» zugeordnet. Diese Umsatzerlöse sind nicht wiederkehrenden Umsatzerlöse.

«Andere»

Produkte, die nicht den vorhergehenden Umsatzerlöskategorien zugeordnet werden können, fallen in die Kategorie «Andere». Dazu gehören bspw. Umsatzerlöse aus dem Verkauf von Geräten (Einzahlungsscheinscanner in Verbindung mit digitalen Banklösungen) wie PayEye, GiroMat usw., die hauptsächlich online in Partnerschaften mit den grössten Schweizer Banken oder über Vertriebskanäle verkauft werden.

2.2.3 Unternehmensstrategie

CREALOGIX' aktuelle Unternehmensstrategie (vorgestellt im Rahmen der Unternehmensergebnispräsentation 2022/23) besteht aus drei Eckpfeilern, welche mittels strategischen Initiativen umgesetzt werden:

	Etablierung einer marktorientierten Organisation	Abstimmung der Kostenstruktur auf das Umsatzniveau	Fokussierung auf die Wachstumstreiber
Etablierung einer marktorientierten Organisation			Unter dieser strategischen Initiative versteht CREALOGIX die Reorganisation des Unternehmens weg von einer Matrix-Organisation hin zu einer markt- und kundenorientierten Organisation. Das Ziel dieser strategischen Initiative ist es, dank einer funktionalen End-to-End-Kontrolle innerhalb von verschiedenen Markteinheiten klare Verantwortlichkeiten zu etablieren und somit Effizienzgewinne innerhalb der Markteinheiten zu realisieren.
Abstimmung der Kostenstruktur auf das Umsatzniveau		Zur Verbesserung der operativen Profitabilität und einer Rückkehr zu einem nachhaltigen, positiven EBITDA wird die Kostenstruktur der CREALOGIX dem tieferen Umsatzniveau sowie an die vereinfachte Organisation angepasst. Hierzu werden die Kosten reduziert und strikt überwacht (Betriebs- und insbesondere Personalkostenanpassungen aufgrund von Optimierungsprogrammen im Kontext der neuen Organisationsstruktur) sowie das Produktportfolio der CREALOGIX kontinuierlich optimiert.	

Fokussierung auf die Wachstumstreiber

Weiter wurden auch drei strategische Initiativen zur Steigerung des Umsatzniveaus identifiziert und lanciert:⁸

1) **«Boost Funding Portal»**

Diese strategische Initiative steht für die weitere Stärkung des «CREALOGIX Funding Portal». Ziel ist es, Marktführer bei Förderbanken in Deutschland zu werden und das Produkt zusätzlich im europäischen Markt zu etablieren. Der europäische Markt für Fördermittel ist mit Blick auf die Digitalisierung wenig fortgeschritten und bietet entsprechende Opportunitäten für CREALOGIX.

2) **«Innovate Business Banking»**

Digital Banking für KMUs ist einer der unterentwickelten Bereiche im Digital Banking Markt und bietet daher eine grosse Wachstumschance für CREALOGIX. Mit dieser strategischen Initiative sollen deshalb die Lösungen für Geschäftsbanken in diesem Segment durch innovative Neuerungen in der digitalen Banking-Plattform verbessert und erweitert werden. Vor diesem Hintergrund ist mit einem Kunden eine Innovationspartnerschaft zur Entwicklung der Plattformlösung der nächsten Generation im Aufbau.

3) **«Upgrade Flagship Products»**

Im Rahmen der dritten strategischen Initiative werden bestehende Lösungen bzw. Flagship-Produkte im Bereich Banking und Vermögensverwaltung vorangetrieben. Ziel ist es, mit diesen Lösungen das «Upselling» im bestehenden Kundenstamm zu erhöhen und neue Kunden zu gewinnen.

2.2.4 Nachhaltigkeit

Nachhaltigkeit

Die Grundsätze von CREALOGIX für ein nachhaltiges Geschäftsmodell orientieren sich an den UN Sustainable Development Goals. Vor diesem Hintergrund hat CREALOGIX konkrete Massnahmen definiert, unterteilt nach den folgenden drei Bereichen der UN Sustainable Development Goals.⁹

Im Bereich «Umwelt» setzt CREALOGIX momentan drei Initiativen um:

- 1) Sichere, CO₂-neutrale Speicherung bzw. sicheres und CO₂-neutrales Hosting von Daten
- 2) Optimierung des Gebäude- und Abfallmanagement
- 3) Förderung von umweltfreundlichen Lösungsansätzen im Rahmen der Geschäftstätigkeit

⁸ Quelle: Management-Angaben der CREALOGIX.

⁹ Quelle: Geschäftsbericht CREALOGIX.

Im Bereich «Soziales» setzt CREALOGIX momentan drei Initiativen um:

- 1) Erhöhung der Diversität im Senior Management Team und im Verwaltungsrat
- 2) Förderung von Berufslehren, Einstiegspositionen für Absolventen sowie kontinuierliche Weiterbildungen für Mitarbeitende
- 3) Aufrechterhaltung eines sozial engagierten, motivierenden Arbeitsumfelds

Im Bereich «Governance» setzt CREALOGIX momentan vier Initiativen um:

- 1) Einhaltung der ESG Governance
- 2) Umsetzung des Code of Conduct
- 3) Einhaltung von Bestimmungen und Vorschriften
- 4) Investitionen in die Ausbildung von Fachkräften weltweit, um entsprechende Möglichkeiten für eine positive berufliche Entwicklung sicherzustellen

2.3 Historische Finanzkennzahlen der CREALOGIX

Schlüsselereignisse in der jüngsten Vergangenheit

Die jüngste Geschichte der CREALOGIX wurde unter anderem durch die folgenden Schlüsselereignisse geprägt:¹⁰

- Die Geschäftsjahre GJ 2020/21 sowie 2021/22 waren bei CREALOGIX geprägt durch Investitionen in neue Produkte. CREALOGIX investierte in diesen beiden Geschäftsjahren jeweils einen signifikanten Betrag (im GJ 2021/22 mehr als 31.0% des Umsatzes) in die Entwicklung der neuen digitalen Banking-Plattform sowie in das «CREALOGIX Funding Portal». Diese Investitionen umfassten sowohl CAPEX (externe Erarbeitung von Lösungen) als auch OPEX (interne Erarbeitung von Lösungen).
- Während dieser Investitionsphase reduzierten sich bei CREALOGIX im GJ 2021/22 die Umsatzerlöse um 14.0% im Vorjahresvergleich (2020/21). Das hohe Investitionsniveau kombiniert mit dem Umsatrzrückgang resultierte im GJ 2021/22 in einem negativen EBITDA von CHF 9.3 Mio. Der Umsatzerlösrückgang ist unter anderem durch folgende Faktoren zu erklären.
 - Es fielen Umsatzerlöse aus dem damals nicht-strategischen Geschäft weg. Der Rückgang der Umsatzerlöse aus dem nicht-strategischen Geschäft war auf die laufende Portfoliokonsolidierung zurückzuführen.
 - Negativer Einfluss des starken Schweizer Franken.
 - Schliesslich hat CREALOGIX als Zulieferer auch den generellen Abschwung im Bankensektor gespürt.
- Vor diesem Hintergrund wurde eine Konsolidierung des Produkt- und Serviceportfolios der CREALOGIX angestrebt, um die operative Profitabilität zu erhöhen. Zudem wurden Massnahmen zur Kostensenkung umgesetzt, indem der Personalbestand im GJ 2021/22 um 17% und im GJ 2022/23 um 27% reduziert wurde. Die Senkung der Personalkosten beziehen sich vor allem auf die Reduktion von extern angestellten Mitarbeitenden («Freelancer»).
- Das «CREALOGIX Funding Portal», als ein Resultat der oben ausgeführten Investitionen, war per Ende GJ 2022/23 bei sieben partizipierenden Förderbanken live und wurde mittels SaaS-Verträgen (wiederkehrende Umsatzerlöse) eingeführt. Somit wurde ein wichtiger Meilenstein im strategischen Fahrplan erreicht.
- Aufgrund des Fokus auf den Bereich «Digital Banking» und der damit einhergehenden Portfoliokonsolidierung wurde im August 2022 schliesslich eine Mehrheitsbeteiligung von 67% an der Swiss Learning Hub AG («SLH») an die blue8x AG verkauft («SLH-Transaktion»). Die SLH wurde nach Abschluss der Transaktion vollständig dekonsolidiert und die verbleibende 33% Beteiligung als Financial Asset erfasst.¹¹

¹⁰ Quellen: Medienmitteilungen sowie Geschäftsberichte der CREALOGIX, Management-Angaben der CREALOGIX.

¹¹ Am 17. August 2022 wurden 67% der Aktien an der Swiss Learning Hub AG verkauft, mit einer Option auf den Verkauf der restlichen 33% Anteile. Die Option kann durch CREALOGIX zwei Jahre nach Abschluss der SLH-Transaktion ausgeübt werden.

- Per GJ 2022/23 konnte durch die Implementierung der strategischen Initiativen trotz eines Umsatzrückgangs ein positiver EBITDA erwirtschaftet werden (CHF 8.9 Mio. inklusive Gewinnbeitrag aus dem Verkauf der SLH-Beteiligung bzw. CHF 1.4 Mio. adjustiert um den Verkauf der SLH-Beteiligung («Operativer EBITDA»)).

Historische Kennzahlen der CREALOGIX

Historische Kennzahlen der CREALOGIX

in TCHF	GJ 2020/21	GJ 2021/22	GJ 2022/23
Umsatzerlöse*)	109'263	94'020	81'396
Wachstum des Umsatzerlöses in %	5.4%	-14.0%	-13.4%
Davon wiederkehrende Umsatzerlöse in %	50.3%	51.3%	47.7%
Operativer EBITDA**)	3'267	-9'254	1'408
Operative EBITDA-Marge in %	3.0%	-9.8%	1.7%
CAPEX	7'971	9'362	-3'100
CAPEX in % der Umsatzerlöse	7.3%	10.0%	-3.8%
Operatives NUV	-10'185	-8'161	-2'782
Operatives NUV in % der Umsatzerlöse	-9.3%	-8.7%	-3.4%
Nettoverschuldung	1'853	25'326	26'986
Eigenkapital (buchwertig)***)	44'070	22'316	22'446

Quelle: Geschäftsberichte der CREALOGIX.

*) Die Umsatzerlöse beinhalten die Umsatzerlöse der SLH.

**) Im GJ 2022/23 wird der EBITDA von CHF 8.9 Mio. um den Erlös der SLH-Transaktion von CHF 7.5 Mio. auf einen «Operativen EBITDA» von CHF 1.4 Mio. bereinigt.

***) Inkl. Minderheiten.

Entwicklung der Umsatzerlöse¹²

Im GJ 2020/21 erhöhten sich die Umsatzerlöse trotz einem schwierigen COVID-19 Umfeld gegenüber dem Vorjahr um CHF 5.6 Mio. resp. 5.4%. Grund dafür war der Abschluss von signifikanten Entwicklungsverträgen mit den Förderbanken sowie eine Erhöhung der Umsatzerlöse aus dem SaaS-Geschäft. Das Wachstum wurde vor allem in Asien sowie dem Mittleren Osten verzeichnet. Der Anteil aus wiederkehrenden Umsatzerlösen lag bei 50.3%.

¹² Umsatzerlöse beinhalten die Umsatzerlöse der SLH.

Vom GJ 2020/21 auf 2021/22 reduzierten sich die Umsatzerlöse um CHF 15.2 Mio. resp. 14.0%. Neben dem Rückgang des Verkaufs von physischen Zahlungsgeräten resultierte eine Reduktion der Umsatzerlöse auch aus der Konsolidierung des damals nicht-strategischen Geschäfts. Zudem wirkten sich Wechselkurseffekte negativ auf die Umsatzerlöse aus. Der Anteil aus wiederkehrenden Umsatzerlösen stieg auf 51.3%.

Im GJ 2022/23 sanken die Umsatzerlöse um CHF 12.6 Mio. resp. 13.4%. Dieser Rückgang ist teilweise durch den Verkauf der Mehrheitsbeteiligung an der SLH im August 2022 zu erklären. Bereinigt um die Veräusserung der SLH-Transaktion reduzierten sich die Umsatzerlöse im GJ 2022/23 lediglich um 2.8% in Lokalwährungen.

Entwicklung der EBITDA-Marge¹³

Im GJ 2020/21 realisierte CREALOGIX eine EBITDA-Marge von 3.0%. Die Verbesserung der EBITDA-Marge im Vorjahresvergleich ist auf die Erhöhung des Umsatzes sowie die implementierten Reorganisationsmassnahmen und die Optimierung des Produktportfolios zurückzuführen.

Im GJ 2021/22 wurde eine negative EBITDA-Marge von -9.8% bzw. ein EBITDA von CHF -9.3 Mio. verzeichnet. Diese Verschlechterung ist neben dem Umsatzrückgang auch auf die signifikanten Investitionen (teilweise als OPEX erfasst) in die digitale Banking-Plattform und das «CREALOGIX Funding Portal» in der Höhe von 31% der Umsatzerlöse zurückzuführen.

Aufgrund der kostensenkenden strategischen Initiativen sowie des Einmalgewinns aus dem Verkauf der SLH-Beteiligung wurde im GJ 2022/23 ein positives EBITDA von CHF 8.9 Mio. realisiert. Bereinigt um den Erlös aus der SLH-Transaktion wird ein operativer EBITDA von CHF 1.4 Mio. resp. eine operative EBITDA-Marge von 1.7% ausgewiesen.

Entwicklung der CAPEX

Die CAPEX beliefen sich im GJ 2020/21 in Relation zu den Umsatzerlösen auf 7.3% und haben sich im GJ 2021/22 auf 10.0% erhöht. Bei diesen Investitionen handelt es sich Grossteils um Investitionen in immaterielle Vermögenswerte im Rahmen der Entwicklung der digitalen Banking-Plattform sowie dem «CREALOGIX Funding Portal». Die ordentlichen wiederkehrenden CAPEX fallen deutlich geringer aus.

Die Nettoeinnahmen aus der SLH-Transaktion führen im GJ 2022/23 zu einem netto Cash-Zufluss im Umfang von 3.8% der Umsatzerlöse. Gleichzeitig sind die Ausgaben für immaterielle Vermögenswerte von CHF 7.9 Mio. im GJ 2021/22 auf CHF 1.1 Mio. im GJ 2022/23 gesunken.

¹³ Die operative EBITDA-Marge wird auf Basis des Umsatzerlöses berechnet.

Entwicklung des operativen
Nettoumlaufvermögens
(«NUV»)

Das operative NUV hat sich in den vergangenen drei Jahren im Verhältnis zu den Umsatzerlösen von -9.3% auf ein Niveau von -3.4% erhöht. Dies ist auf einen im Vergleich zu den Umsatzerlösen überproportionalen Rückgang der Vorauszahlungen und Kreditoren zurückzuführen. Das operative NUV ist damit nach wie vor negativ im Verhältnis zu den Umsatzerlösen.

Entwicklung der
Nettoverschuldung und des
Eigenkapitals

Die Nettoverschuldung (verzinsliche Finanzverbindlichkeiten abzüglich Barmittel) erhöhte sich von CHF 1.9 Mio. im GJ 2020/21 auf CHF 25.3 Mio. im GJ 2021/22. Die Erhöhung der Nettoverschuldung ist auf das negative operative Ergebnis bei gleichzeitig hohen CAPEX zurückzuführen. Entsprechend wurde im GJ 2021/22 der Cash Bestand reduziert und das verzinsliche Fremdkapital erhöht. Im abgelaufenen GJ 2022/23 resultierte aufgrund der Nettoeinnahmen im Zusammenhang mit der SLH-Transaktion lediglich eine geringe Zunahme der Nettoverschuldung.

Das Eigenkapital hat sich im GJ 2021/22 im Vorjahresvergleich aufgrund des hohen Verlustes im entsprechenden Geschäftsjahr sowie aufgrund der Fremdwährungsumrechnung im Zusammenhang mit ausländischen Beteiligungen auf CHF 22.3 Mio. nahezu halbiert. Per Ende GJ 2022/23 resultierte ein Eigenkapital von CHF 22.4 Mio.

2.4 Marktanalyse

Die Kundinnen und Kunden von Banken und Vermögensverwaltern fordern digitale Dienstleistungen und ein nahtloses Benutzererlebnis

CREALOGIX entwickelt und implementiert Front-End-Softwarelösungen für Banken sowie Vermögensverwalter über eine digitale Plattform. Die Geschäftstätigkeit der CREALOGIX kann somit den Märkten «Digital Banking Platform» sowie «Digital Wealth Management Platform» zugeordnet werden.

Die globale Transformation des Bank- und Zahlungsverkehrs ist in den letzten Jahren rasant vorangeschritten. Die damit einhergehenden Entwicklungen wurden durch verschiedene Digitalisierungs-Trends sowie auch die globale COVID-19-Pandemie stark beeinflusst.¹⁴ So kam es im Zusammenhang mit der COVID-19-Pandemie zu einem rasanten Anstieg der Onlinebanking-Aktivitäten, einschliesslich vermehrter digitaler Transaktionen. Mit Blick auf diesen Trend der Digitalisierung hält beispielsweise auch Deloitte in ihrer «Digital Banking Maturity Study 2022»¹⁵ fest, dass gerade mobile Geräte die wichtigsten Medien zur Interaktion mit Banken geworden sind.

Das Vermögensverwaltungsgeschäft wurde ebenfalls massgeblich durch die COVID-19-Pandemie beeinflusst. Um im Vermögensverwaltungsgeschäft während dieser herausfordernden Zeit das Kundenvertrauen aufrecht zu erhalten, mussten entsprechend Geschäftsprozesse im Zusammenhang mit der Kundenkommunikation digitalisiert werden.¹⁶ Gleichzeitig wurden Technologien wie künstliche Intelligenz in die Prozesse integriert, um die Dienstleistungen für die Kundinnen und Kunden besser zu personalisieren sowie die Effektivität der Vermögensberatung zu erhöhen. Deloitte befragte in diesem Zusammenhang im «Swiss Affluent Clients» Report die Kundinnen und Kunden von Vermögensverwaltern nach den wichtigsten Eigenschaften des Angebots eines Vermögensverwalters. Als wichtigste Eigenschaft haben vermögende Kunden neben den niedrigen Gebühren «hochmodernes Onlinebanking», «Abwicklung von Bankgeschäften über mehrere Kanäle (persönlich, mobile, online)» sowie «hochmodernes Mobile Banking (App für Mobiltelefon oder Tablet)» genannt.¹⁷ Damit hat die Digitalisierung kundenseitig offensichtlich nach wie vor eine sehr hohe Bedeutung – auch in der Zukunft.

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

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

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

¹⁷ Deloitte (2023), Swiss Affluent Clients.

Banken und Vermögensverwalter müssen weiterhin die Digitalisierung der Prozesse vorantreiben

Die Thematik der Digitalisierung ist somit für Banken («Digital Banking») wie auch Vermögensverwalter («Digital Wealth Management») von höchster Bedeutung.¹⁸ Wie aus verschiedenen Fallstudien beispielsweise von McKinsey hervorgeht, kann eine erfolgreiche digitale Transformation bei Banken und Vermögensverwaltern zu besseren Geschäftsergebnissen führen, die Kosten-/Ertragsverhältnisse verbessern und zu einer gesteigerten Kundenzufriedenheit (Kundenakquise sowie Kundenbindung) beitragen. In diesem Zusammenhang zeigen verschiedene Studien, dass traditionelle Banken bei der digitalen Transformation einen deutlichen Rückstand gegenüber den sogenannten digitalen Banken («Challenger Banken») aufweisen.¹⁹ Gemäss Deloitte laufen speziell Schweizer Banken Gefahr, mit den steigenden Erwartungen ihrer Kunden nicht Schritt zu halten, wenn es darum geht, ein zufriedenstellendes Benutzererlebnis mit einer ausreichenden Auswahl an Funktionalitäten zu gewährleisten.

Gemäss einer Marktstudie von Mordor Intelligence bevorzugen Banken für die digitale Transformation digitale Banking-Plattformen aufgrund der zahlreichen Vorteile, welche diese mit sich bringen. Dazu gehören reduzierte IT-Kosten, die Möglichkeit einer schnellen Markteinführung, Open Banking Anschluss, anpassbare Out-of-the-Box-Funktionen wie auch Omnichannel-Kundenerlebnisse. Zudem wird ebenfalls ein Trend zu cloud-basierten Diensten und SaaS-Verträgen beobachtet, um die Kosten für die IT-Infrastruktur zu reduzieren.²⁰

Mit Blick auf die Vermögensverwalter sind Handels- und Investmentmanagementgebühren signifikant gesunken. Dies veranlasst Vermögensverwalter dazu, Prozesse zu digitalisieren und Möglichkeiten zur Effizienzsteigerung zu identifizieren.²¹ Vor diesem Hintergrund verwenden auch Vermögensverwalter für die digitale Transformation ihrer Dienstleistungen digitale Plattformen. Diese Plattformen unterstützen verschiedene digitale Kanäle wie Smartphones, Tablets sowie Browser und ermöglichen den Kunden somit das nachgefragte, nahtlose Omni-Channel-Erlebnis.

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

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

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

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

Es wird erwartet, dass der «Digital Banking Platform» Markt sowie auch der «Wealth Management Platform» Markt bis 2030 jährlich um 14.0% wachsen werden

Mordor Intelligence schätzt das Marktvolumen des «Digital Banking Platform» Markts per 2023 auf USD 8.9 Mrd.²² Um den Ansprüchen nach digitalen Bankdienstleistungen ihrer Kunden nachzukommen und die Digitalisierung weiter voranzutreiben, bedarf es beispielsweise gemäss den Studien von McKinsey wie auch Deloitte weiterer substantieller Investitionen,²³ womit auch die Nachfrage nach Lösungen und Dienstleistungen im Bereich der digitalen Banking-Plattformen steigen wird. Per 2028 wird entsprechend ein Marktvolumen von USD 17.2 Mrd. für den «Digital Banking Platform» Markt geschätzt, was einem jährlichen Wachstum («Compound Annual Growth Rate, CAGR») von 14.0% entspricht.

Das Marktvolumen des «Wealth Management Platform» Markts wird per 2023 auf USD 4.7 Mrd. geschätzt.²⁴ In diesem Markt wird ein vergleichbares Wachstum wie im «Digital Banking Platform» Markt erwartet. Mit einem CAGR von ebenfalls 14.0% wird per 2030 ein entsprechendes Marktvolumen von USD 9.0 Mrd. geschätzt.

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

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

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

FAIRNESS OPINION CREALOGIX HOLDING AG

3 Bewertung

- | | | |
|------------|-------------------------------|----------|
| 3.1 | Bewertungsansatz | Seite 22 |
| 3.2 | Discounted-Cashflow-Bewertung | Seite 23 |
| 3.3 | Multiples-Bewertung | Seite 35 |
| 3.4 | Aktienkursanalyse | Seite 38 |

3 Bewertung

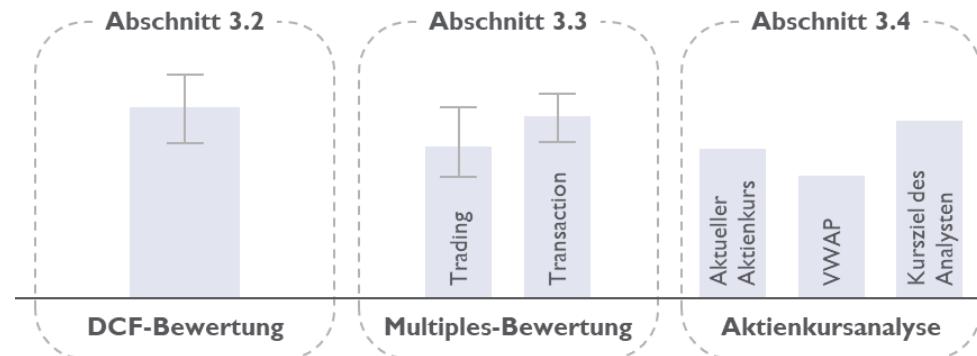
3.1 Bewertungsansatz

Bei der Bewertung der CREALOGIX stützen wir uns, entsprechend der aktuellen Best Practice, in erster Linie auf die DCF-Methode ab. Zusätzlich wenden wir Trading sowie Transaction Multiples an und berücksichtigen die Erkenntnisse der Aktienkursanalyse sowie die Zielkurse von Analysten.

Die Bewertung der CREALOGIX zur Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Angebots von Vencora erfolgt auf einer Stand-alone-Basis basierend auf der Anwendung unterschiedlicher Bewertungsansätze. In Übereinstimmung mit der Voranmeldung des öffentlichen Übernahmeangebots vom 16. November 2023 wird der Wert pro CREALOGIX-Aktie zum massgeblichen Bewertungsstichtag per 15. November 2023 ermittelt.²⁵

Innerhalb unseres Bewertungsframeworks kommt der Discounted-Cashflow-Methode («DCF-Methode») die grösste Bedeutung zu. Ergänzt werden die Bewertungsüberlegungen durch die Anwendung marktorientierter Methoden basierend auf der Bewertung vergleichbarer börsenkotierter Unternehmen (Trading Multiples) und bezahlter Preise im Rahmen vergleichbarer Transaktionen (Transaction Multiples) in der Vergangenheit. Der sich aus der DCF-Methode sowie der Trading- und Transaction-Multiples-Bewertung ergebende Wert pro Aktie wird zudem mit dem aktuellen Aktienkurs der CREALOGIX, dem volumengewichteten Durchschnittskurs der letzten 60 Handelstage (Volume-weighted average price, «VWAP») der CREALOGIX sowie den von Analysten publizierten Kurszielen für die Aktie der CREALOGIX verglichen.

Bewertungsansatz



Quelle: IFBC.

²⁵ Quelle: Voranmeldung des Angebots vom 16. November 2023, CREALOGIX.

3.2 Discounted-Cashflow-Bewertung

3.2.1 Einführung in die Bewertungsmethodik

Die Anwendung der DCF-Methode entspricht der anerkannten Corporate-Finance-Theorie sowie der aktuellen Best Practice in der Unternehmensbewertung. Allgemein wird der Wert eines Unternehmens hergeleitet, indem die erwarteten künftigen Free Cashflows («FCF») mit dem gewichteten durchschnittlichen Kapitalkostensatz (Weighted average cost of capital, «WACC») zum definierten Bewertungsstichtag diskontiert werden.

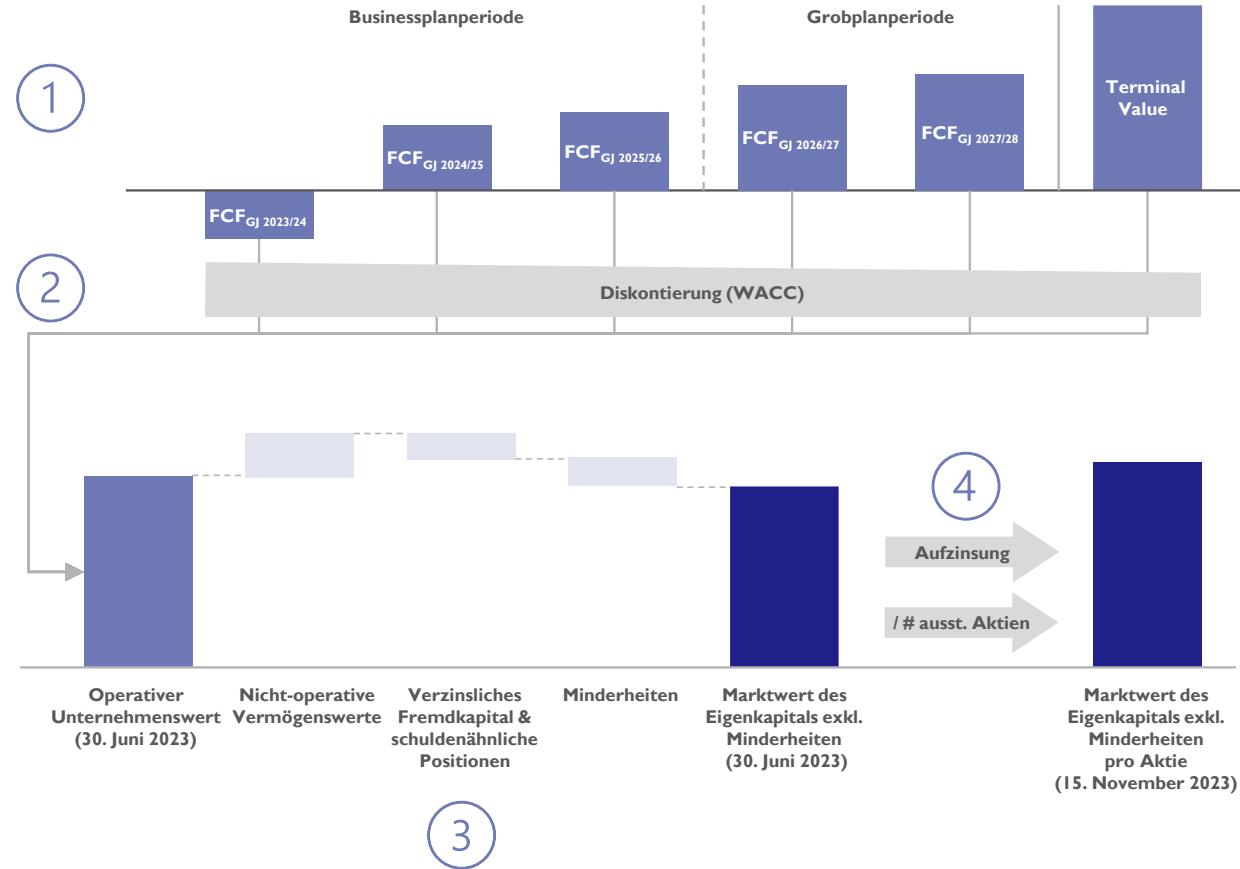
Basierend auf dem beschriebenen Bewertungsansatz wird der Marktwert des Eigenkapitals der CREALOGIX exkl. Minderheiten per 15. November 2023 wie folgt hergeleitet:

Bestimmung des
Marktwerts des
Eigenkapitals

- 1 In einem ersten Schritt werden anhand des vom VR der CREALOGIX genehmigten Businessplans für die GJ 2023/24 bis 2025/26 (Businessplanperiode) sowie den Annahmen des Managements für die beiden Folgejahre 2026/27 sowie 2027/28 (Grobplanperiode) die zukünftig erwarteten FCF bestimmt. Der Wertanteil, welcher auf die Phase nach dem GJ 2027/28 entfällt, wird in einem Endwert («Terminal Value», «TV») zusammengefasst.
- 2 Die erwarteten FCF der Planungsperiode sowie der ermittelte Terminal Value werden anschliessend mit dem für CREALOGIX angemessenen WACC auf den 30. Juni 2023 diskontiert. Aus den dadurch ermittelten Barwerten ergibt sich der operative Unternehmenswert per 30. Juni 2023.
- 3 Basierend auf dem Geschäftsabschluss per 30. Juni 2023 werden die operativ nicht notwendigen Vermögenswerte zum operativen Unternehmenswert addiert und das verzinsliche Fremdkapital, schuldenähnliche Positionen sowie Minderheiten zu Marktwerten in Abzug gebracht. Daraus resultiert der Marktwert des Eigenkapitals exkl. Minderheiten per 30. Juni 2023.
- 4 Der ermittelte Marktwert des Eigenkapitals wird auf den Bewertungszeitpunkt per 15. November 2023 aufgezinst und schliesslich durch die Anzahl ausstehender Aktien dividiert, um den Wert pro Aktie per 15. November 2023 zu ermitteln.

Illustrative Darstellung der Bewertungsmethode zur Bestimmung des Marktwerts des Eigenkapitals pro Aktie der CREALOGIX per 15. November 2023

Die nachfolgende Abbildung fasst die Bestimmung des Marktwerts des Eigenkapitals pro Aktie der CREALOGIX per 15. November 2023 zusammen:



Quelle: IFBC.

3.2.2 Free Cashflows und Terminal Value

Die für die Zukunft geschätzten Free Cashflows basieren auf dem Businessplan für die GJ 2023/24 bis 2025/26 sowie zusätzlichen Angaben und Annahmen des Managements für die Grobplanperiode (GJ 2026/27 bis 2027/28) sowie den Terminal Value

Die prognostizierten FCF der CREALOGIX für die GJ 2023/24 bis 2025/26 basieren auf dem aktuellen Businessplan, der vom VR der CREALOGIX am 7. September 2023 genehmigt wurde, sowie auf weiteren Angaben und Annahmen des Managements. Zusätzlich wurde im Rahmen der DCF-Bewertung eine Grobplanperiode für die GJ 2026/27 und 2027/28 berücksichtigt. Für die Grobplanperiode wurden vom Management der CREALOGIX neben weiteren Angaben und Annahmen insbesondere Bandbreiten für 1) das erwartete Wachstum der Umsatzerlöse, und 2) eine nachhaltige operative EBITDA-Marge definiert. Die Annahmen zu den nachhaltigen Werten als Grundlage für die Bestimmung des Terminal Value wurden vom Management bestätigt. Die resultierenden Durchschnittswerte der wichtigsten Werttreiber und Annahmen sind in der nachfolgenden Tabelle zusammengefasst.

Übersicht zu den wesentlichen Annahmen in der Businessplan- und Grobplanperiode sowie im Terminal Value im Vergleich zur Vergangenheit

in TCHF	Historisch	Businessplanperiode		Grobplanperiode
	GJ 2020/21 - GJ 2022/23	GJ 2023/24 - GJ 2025/26	GJ 2026/27 - GJ 2027/28	Terminal Value
Wachstum Umsatzerlöse (CAGR)	-7.7%	4.0%	7.5%	1.8%
Ø wiederkehrende Umsatzerlöse in % des Umsatzerlöses ^{*)}	49.8%	48.3%	n/a	n/a
Ø operative EBITDA-Marge ^{**)}	-1.7%	13.0%	15.7%	17.0%
Ø CAPEX in % der Umsatzerlöse	-4.5%	2.2%	1.5%	1.4%
Ø operatives NUV in % der Umsatzerlöse	-7.1%	-2.3%	-2.3%	-2.3%

Quellen: Geschäftsberichte und Management-Angaben der CREALOGIX.

*) Angaben zu den wiederkehrenden Umsatzerlösen sind nur für die Businessplanperiode verfügbar, da die Umsatzerlöse in der Grobplanperiode mittels Top-Down-Ansatz geplant wurden.

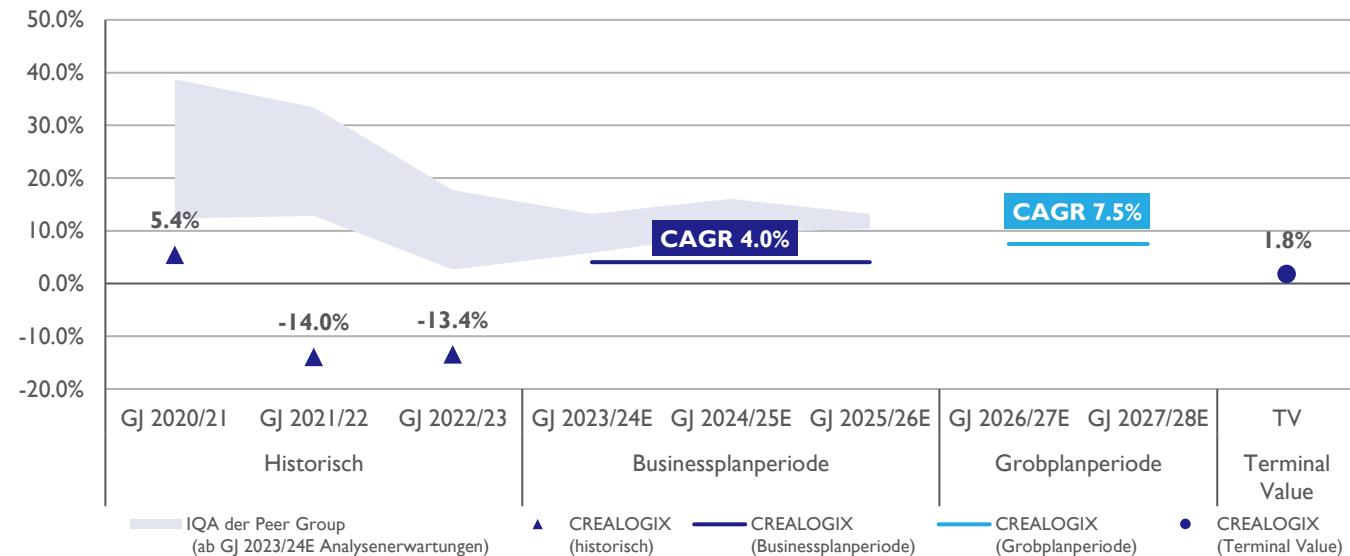
**) Für das GJ 2022/23 wurde die EBITDA-Marge um die SLH-Transaktion bereinigt.

Wir haben die Angaben und Annahmen des Managements der CREALOGIX von einem unabhängigen Standpunkt aus beurteilt und plausibilisiert. Zu diesem Zweck wurden die wichtigsten Annahmen in der Businessplan- und der Grobplanperiode unter anderem den Analystenschätzungen für die identifizierten Vergleichsunternehmen gegenübergestellt. Für diese Analyse wurden die Vergleichsunternehmen, welche unter anderem Front-End-Lösungen für Banken und Vermögensverwalter entwickeln und vertreiben, in einer Peer Group zusammengefasst.²⁶ Die wichtigsten Annahmen werden nachfolgend beschrieben.

²⁶ Eine Übersicht zu den Vergleichsunternehmen befindet sich in Anhang 5.3.

Annahmen zur Entwicklung der Umsatzerlöse

Vergleich der historischen und prognostizierten Wachstumsraten der Umsatzerlöse der CREALOGIX und der Vergleichsunternehmen²⁷



Quellen: Refinitiv Eikon, Management-Angaben der CREALOGIX.

Die herausfordernden GJ 2021/22 bis 2022/23²⁸ widerspiegeln sich in einer stark unterdurchschnittlichen Entwicklung der Umsatzerlöse im Vergleich zur Entwicklung der Peer Group. Das Umsatzerlöswachstum der CREALOGIX liegt in diesen Jahren deutlich unter dem Interquartilsabstand (25%-Quartil bis 75% Quartil, «IQA»). Es gilt zu berücksichtigen, dass im GJ 2022/23 ein Teil des Umsatzrückgangs auf die SLH-Transaktion zurückzuführen ist.

In der Businessplanperiode von 2023/24E bis 2025/26E («E» für «Expected») erwartet das Management eine durchschnittliche jährliche Wachstumsrate (CAGR) von 4.0%. Dieses Wachstum reflektiert die Wachstumsstrategie der CREALOGIX und soll insbesondere dank der strategischen Wachstumsinitiativen²⁹ und damit organisch erreicht

²⁷ Da die Analystenabdeckung ab GJ 2026/27E sehr gering ist und somit die Aussagekraft eines Vergleichs nicht gegeben ist, wird für die GJ 2026/27E und 2027/28E auf ein Benchmarking verzichtet.

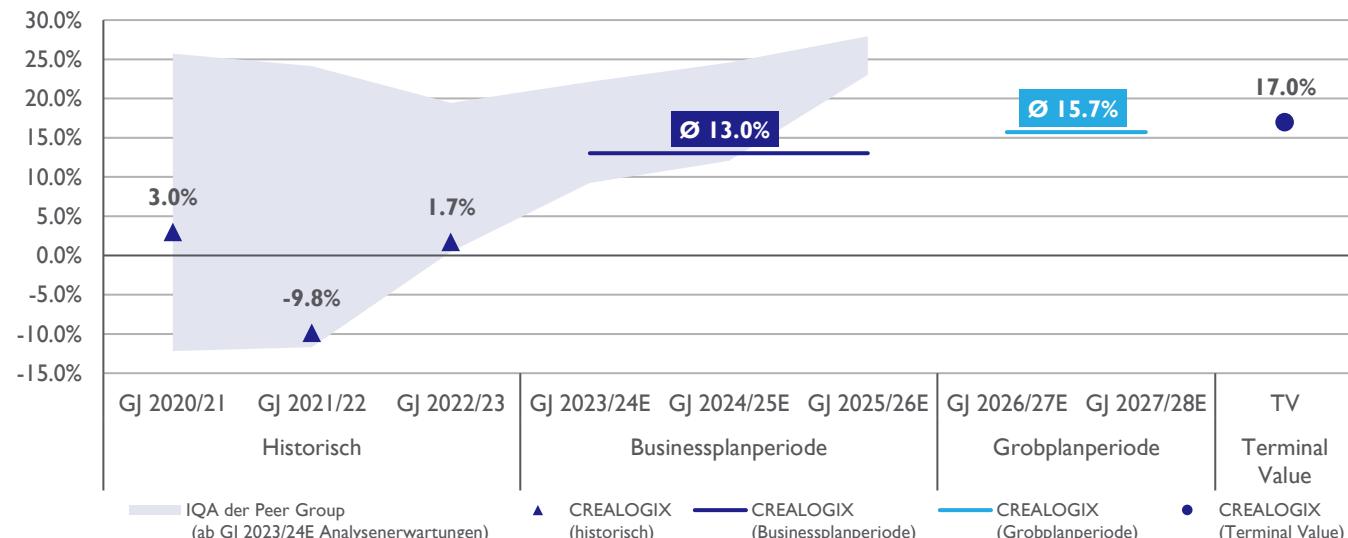
²⁸ Die Ursachen werden im Abschnitt 2.3 ausführlich beschrieben.

²⁹ Die strategischen Initiativen werden im Abschnitt 2.2.3 ausführlich beschrieben.

werden. Mit 4.0% liegt das erwartete Wachstum nach wie vor unter dem IQA der Prognosen der Analysten für die Vergleichsunternehmen der CREALOGIX. In der Grobplanperiode wird für die Umsatzerlöse ein CAGR von 7.5% unterstellt. Diese Annahme wird durch das globale Marktwachstum, sowie gleichzeitig durch die Wachstumsraten der Peer Group, welche in den Vorjahren ein höheren IQA ausweisen, gestützt. Im Terminal Value wird ein nachhaltiges, jährliches Umsatzwachstum von 1.8% berücksichtigt. Diese Wachstumsrate entspricht der durchschnittlichen, langfristigen Inflationserwartung der relevanten Währungen für CREALOGIX, gewichtet basierend auf einem nachhaltigen Währungssplit.

Annahmen zur EBITDA-Marge

Vergleich der historischen und prognostizierten operativen EBITDA-Marginen der CREALOGIX und der Vergleichsunternehmen³⁰



Quellen: Refinitiv Eikon. Management-Angaben der CREALOGIX.

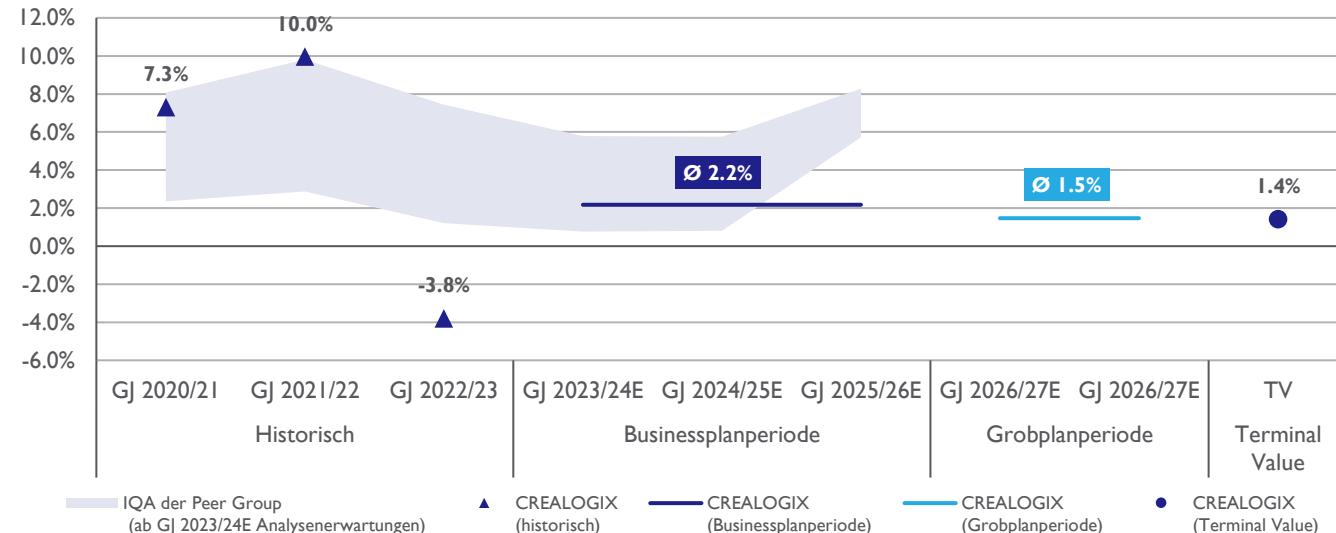
³⁰ Allfällige IFRS 16-bedingte Effekte wurden in den historischen sowie zukünftig erwarteten operativen EBITDAs der Vergleichsunternehmen eliminiert. Da die Analystenabdeckung ab 2026/27E sehr gering ist und somit die Aussagekraft eines Vergleichs nicht gegeben ist, wird für die GJ 2026/27E bis 2027/28E auf ein Benchmarking verzichtet.

Im GJ 2020/21 konnte CREALOGIX trotz der hohen Investitionen (teilweise in den operativen Kosten verbucht) in die digitale Banking-Plattform und das «CREALOGIX Funding Portal» eine positive operative EBITDA-Marge ausweisen. Das GJ 2021/22 war neben dem Umsatzrückgang gleichzeitig durch hohe Investitionen geprägt, was in einer negativen EBITDA-Marge resultierte. Aufgrund der kostensenkenden strategischen Initiativen sowie des Einmalgewinns aus der SLH-Transaktion wurde im GJ 2022/23 eine positive EBITDA-Marge von 10.9% realisiert. Bereinigt um den Erlös aus der SLH-Transaktion wird ein operativer EBITDA von CHF 1.4 Mio. resp. eine operative EBITDA-Marge von 1.7% ausgewiesen. Die EBITDA-Marge liegt historisch in der unteren Hälfte des IQA.

Für die Businessplanperiode rechnet das Management der CREALOGIX mit einer durchschnittlichen operativen EBITDA-Marge von 13.0%, was in den GJ 2023/24E und 2024/25E in der unteren Hälfte des IQA, und im GJ 2025/26E unterhalb des IQA der Analystenerwartungen für die Vergleichsunternehmen liegt. Die steigende operative EBITDA-Marge in der Businessplanperiode wird aufgrund von Skaleneffekten sowie aufgrund der Umsetzung der strategischen Initiativen erwartet. Während der Grobplanperiode wird eine Erhöhung der operativen EBITDA-Marge auf ein nachhaltiges Niveau im Terminal Value angenommen. Somit wird eine durchschnittliche operative EBITDA-Marge von 15.7% für die GJ 2026/27E und 2027/28E geplant. Langfristig betrachtet, beurteilt das Management der CREALOGIX eine EBITDA-Marge von bis zu 17.0% als nachhaltig. Diese positive Entwicklung wird durch die höhere Profitabilität der Vergleichsunternehmen und die durch das angestrebte Umsatzerlöswachstum erzielbaren Skaleneffekte gestützt.

Annahmen zu den CAPEX

Vergleich der historischen und prognostizierten Investitionen der CREALOGIX und der Vergleichsunternehmen (CAPEX in % der Umsatzerlöse)³¹



Quellen: Refinitiv Eikon. Management-Angaben der CREALOGIX.

Die CAPEX beliefen sich im GJ 2020/21 in Relation zu den Umsatzerlösen auf 7.3% und haben sich im GJ 2021/22 auf 10.0% erhöht. Im GJ 2022/23 realisierte das Unternehmen einen Cash-Zufluss aus der SLH-Transaktion.³² Bereinigt um den Erlös aus der SLH-Transaktion belaufen sich die CAPEX im GJ 2022/23 auf 1.8%. Mit diesen Werten bewegte sich CREALOGIX im GJ 2020/21 an der oberen Bandbreite des IQA der Vergleichsunternehmen, und im GJ 2021/22 sogar oberhalb des IQA der Vergleichsunternehmen.

Für die Businessplanperiode werden CAPEX in der Höhe von 2.2% der Umsatzerlöse geplant. Die Analysten erwarten für die Jahre 2023/24E bis 2025/26E im Durchschnitt höhere Investitionsquoten für die Vergleichsunternehmen. CREALOGIX liegt in den ersten beiden Jahren des Businessplans jedoch weiterhin im IQA der Vergleichsunternehmen. Die tieferen CAPEX-Raten lassen sich gemäss Management-Angaben der CREALOGIX durch die Tatsache erklären,

³¹ Da die Analystenabdeckung ab 2026/27E sehr gering ist und somit die Aussagekraft eines Vergleiches nicht gegeben ist, wird für 2026/27E bis 2027/28E auf ein Benchmarking verzichtet.

³² Die Hintergründe zu diesen Investitionen werden im Abschnitt 2.2.3 ausführlich beschrieben.

dass in den Vorjahren bereits höhere Investitionen getätigt wurden, und CREALOGIX ihr Umsatzerlöswachstum über bestehende Produkte sowie Investitionen, welche als OPEX ausgewiesen werden, realisiert. Für die Grobplanperiode wird vom Management der CREALOGIX ein durchschnittliches CAPEX-Niveau von 1.5% unterstellt. Nachhaltig wird seitens des Managements der CREALOGIX ein CAPEX-Niveau von 1.4% im Verhältnis zu den Umsatzerlösen erwartet. Aufgrund der tieferen Wachstumsannahme im Terminal Value ist lediglich von Ersatzinvestitionen auszugehen. Bei der Berechnung des Terminal Value wird angenommen, dass die Abschreibungen nachhaltig dem prognostizierten CAPEX-Niveau entsprechen.

Annahmen zum operativen NUV

Das operative NUV der CREALOGIX betrug im Verhältnis zu den Umsatzerlösen in den GJ 2020/21 bis 2022/23 durchschnittlich -7.1%. Für die Businessplan- und die Grobplanperiode rechnet CREALOGIX mit einem Anstieg des NUV in Relation zu den Umsatzerlösen auf durchschnittlich -2.3%. Im Terminal Value gelangt ebenfalls ein nachhaltiges NUV-Niveau von -2.3% zur Anwendung.

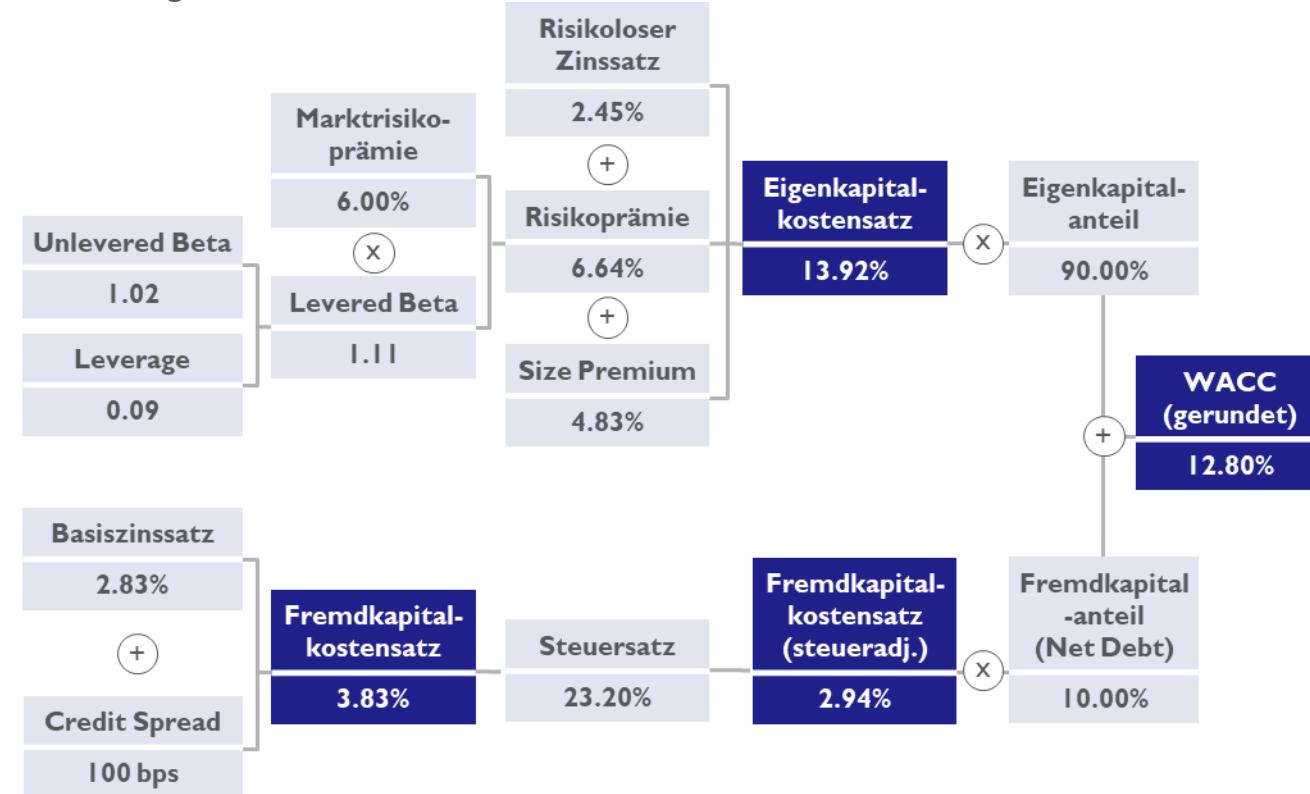
Annahmen zu den Steuern

Basierend auf den Schätzungen des Managements der CREALOGIX wird für die GJ 2023/24E bis 2027/28E sowie für den Terminal Value ein kalkulatorischer Steuersatz von 23.20% verwendet.

3.2.3 Kapitalkostensatz

Bestimmung des WACC
für CREALOGIX

In der nachfolgenden Abbildung wird die Bestimmung des WACC für CREALOGIX zusammengefasst:³³



Quellen: IFBC, Kroll, 2023, Refinitiv Eikon, IMF, World Economic Outlook, Oktober 2023, Management-Angaben der CREALOGIX.

³³ Für weiterführende Angaben vgl. Anhang 5.I.

3.2.4 Ermittlung des Marktwerts des Eigenkapitals pro Aktie

Operativer Unternehmenswert per 30. Juni 2023

Die Diskontierung der erwarteten Free Cashflows der Planperiode (Businessplanperiode sowie Grobplanperiode) sowie des Terminal Value mit dem WACC von 12.80%³⁴, ergibt einen operativen Unternehmenswert per 30. Juni 2023 von CHF 96.1 Mio.

Marktwert des Eigenkapitals exkl. Minderheiten per 30. Juni 2023

Zum operativen Unternehmenswert per 30. Juni 2023 werden die nicht-operativen Vermögenswerte addiert sowie die Finanzverbindlichkeiten, schuldähnlichen Positionen und Minderheiten zu Marktwerten abgezogen, um den Marktwert des Eigenkapitals exkl. Minderheiten per 30. Juni 2023 zu ermitteln.

Bei den nicht-operativen Vermögenswerten per 30. Juni 2023 im Umfang von insgesamt CHF 9.3. Mio. handelt es sich im Wesentlichen um latente Steueransprüche (netto), die bestehende Minderheitsbeteiligung an der SLH³⁵ sowie weitere finanzielle Vermögenswerte. CREALOGIX verfügt per 30. Juni 2023 in Absprache mit dem Management der CREALOGIX über keine nicht-betriebsnotwendige Liquidität.

Weiter werden das verzinsliche Fremdkapital und schuldenähnliche Positionen im Umfang von CHF 30.9 Mio. vom operativen Unternehmenswert in Abzug gebracht. Dabei handelt es sich insb. um ausstehende Wandeldarlehen, ein nachrangiges Aktionärsdarlehen und weitere kurzfristige Finanzverbindlichkeiten. Zudem werden wahrscheinlichkeitsgewichtete Rückstellungen und die verbleibende finanzielle Verbindlichkeit aus der aktienbasierten Vergütung des Managements und des Verwaltungsrates als schuldähnliche Positionen berücksichtigt.

Per 30. Juni 2023 bestehen Minderheiten zu Marktwerten im Umfang von CHF 0.9 Mio., welche ebenfalls in Abzug gebracht werden.

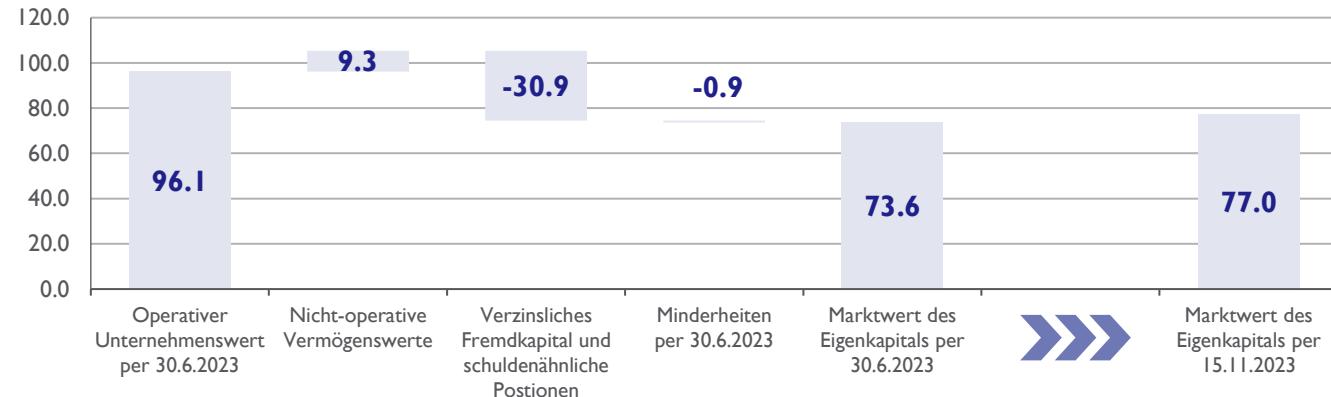
Marktwert des Eigenkapitals exkl. Minderheiten per 15. November 2023

Der für CREALOGIX per 30. Juni 2023 resultierende Marktwert des Eigenkapitals in der Höhe von CHF 73.6 Mio. wird schliesslich auf den Bewertungsstichtag (15. November 2023) aufgezinst. Daraus ergibt sich ein Marktwert des Eigenkapitals per 15. November 2023 von CHF 77.0 Mio.

³⁴ Für weiterführende Informationen zur Berechnung des WACC vgl. Anhang 5.1.

³⁵ Für weiterführende Informationen vgl. Abschnitt 2.3.

**Bestimmung des Marktwerts des Eigenkapitals der CREALOGIX per 15. November 2023
(in CHF Mio., gerundete Werte)**



Quelle: IFBC.

Marktwert pro Aktie in CHF per 15. November 2023

Per 15. November 2023 sind insgesamt 1'404'742 Aktien ausgegeben. Gemäss Angaben des Managements hält CREALOGIX 3'489 Aktien (eigene Aktien) per 15. November 2023. Die Anzahl ausstehender Aktien beträgt somit 1'401'253. Dividiert man den Marktwert des Eigenkapitals per 15. November 2023 durch diese Anzahl ausstehender Aktien, so resultiert ein Wert pro Aktie von CHF 54.96.

Sensitivitätsanalyse in Bezug auf den Wert pro Aktie der CREALOGIX per 15. November 2023 (in CHF)

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

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

Quelle: IFBC.

Obige Abbildungen zeigen die Sensitivitätsanalysen in Bezug auf den Wert pro Aktie der CREALOGIX in CHF per 15. November 2023. Eine Veränderung des unterstellten WACC von 12.80% um \pm 50 Basispunkte und der im Terminal Value unterstellten nachhaltigen EBITDA-Marge um \pm 100 Basispunkte führt zu einer Wertbandbreite von CHF 48.13 bis CHF 62.53 pro Aktie. Eine identische Veränderung des unterstellten WACC bei einer gleichzeitigen Anpassung des unterstellten nachhaltigen CAPEX-Level um \pm CHF 0.5 Mio. resultiert in einer Bandbreite für den Wert pro Aktie zwischen CHF 50.11 und CHF 60.32.

Zusammenfassung

- Die Anwendung der DCF-Methode zur Ermittlung des Unternehmenswerts ist anerkannte Best Practice.
- Die Annahmen zu den Free Cashflows und dem Terminal Value basieren auf dem Businessplan für die GJ 2023/24E bis 2025/26E, welcher vom Verwaltungsrat der CREALOGIX am 7. September 2023 genehmigt wurde, sowie den Angaben und Annahmen des Managements für die Grobplanperiode und den Terminal Value.
- Für die Ermittlung des Marktwerts des Eigenkapitals wurde ein WACC von 12.80% angewendet sowie auf den Jahresabschluss per 30. Juni 2023 abgestützt.
- Der resultierende Wert pro Aktie per 15. November 2023 beträgt CHF 54.96.
- Die Sensitivitätsanalysen ergeben eine Wertbandbreite für den Wert je Aktie von CHF 48.13 bis CHF 62.53.
- Dem Resultat der DCF-Bewertung wird im Rahmen dieser Fairness Opinion die grösste Bedeutung beigemessen, da mit diesem Ansatz den unternehmensspezifischen Gegebenheiten der CREALOGIX am besten Rechnung getragen wird.

3.3 Multiples-Bewertung

Die Bewertung anhand von Trading und Transaction Multiples erfolgt zur Plausibilisierung der im Rahmen der DCF-Analyse ermittelten Werte pro Aktie.

Bewertung basierend auf
Trading Multiples

Für die Bewertung auf Basis von Trading Multiples wurde für CREALOGIX eine Peer Group mit vergleichbaren Unternehmen definiert.³⁶ Für jedes ausgewählte Vergleichsunternehmen wird der EBITDA-Multiple berechnet, indem der gesamte Unternehmenswert per 31. Oktober 2023³⁷ (Eigenkapitalwert zzgl. Nettoverschuldung) ins Verhältnis zum jeweiligen erwarteten EBITDA (06/2024, resp. 06/2025 erwartet («E»)) gesetzt wird.^{38 39} Abweichungen zwischen der Marktkapitalisierung der CREALOGIX und derjenigen der Vergleichsunternehmen und damit implizit resultierender größenabhängiger Premiums/Discounts werden bei der Bewertung auf Basis von Trading Multiples entsprechend Rechnung getragen.

Der resultierende Median-Wert für die Multiples der Peer Group wird auf die fristenkongruent geschätzten operativen EBITDA der CREALOGIX angewandt. Daraus resultiert der operative Unternehmenswert. Die nicht-operativen Vermögenswerte werden zum operativen Unternehmenswert addiert und die verzinslichen Finanzverbindlichkeiten, die schuldenähnlichen Positionen sowie die Minderheiten zu Marktwerten in Abzug gebracht. In diesem Kontext werden dieselben Werte wie im Rahmen der DCF-Methode angewendet. Der daraus resultierende Eigenkapitalwert wird im Anschluss zum Bewertungsstichtag per 15. November 2023 aufgezinst und durch die Anzahl ausstehender Aktien dividiert, um den jeweiligen Wert pro Aktie zu berechnen. Daraus ergibt sich eine Bandbreite für den Wert pro Aktie zwischen CHF 53.75 und CHF 96.92. Der durchschnittliche Wert pro Aktie beträgt CHF 60.18.

Im Vergleich zur DCF-Bewertung resultiert bei der Anwendung von Trading Multiples eine höhere Bewertung der CREALOGIX. Dies kann insbesondere auf das in der Businessplan- und in der Grobplanperiode erwartete Wachstum sowie die geplante operative EBITDA-Marge der CREALOGIX zurückgeführt werden. Die Erwartungen

³⁶ Für weiterführende Informationen zu den ausgewählten Vergleichsunternehmen im Rahmen der Trading-Multiples-Analyse vgl. Abschnitt 5.3 im Anhang.

³⁷ Letztes Monatsende vor der Vorankündigung.

³⁸ Um eine konsistente und vergleichbare Berechnung der Multiples zu gewährleisten, wurden allfällige IFRS 16- und ASC 842-bedingte Effekte im Zusammenhang mit der Bestimmung des Enterprise Value sowie des EBITDA berücksichtigt und entsprechend eliminiert.

³⁹ Auf eine Multiple-Berechnung auf Basis des operativen EBITDA 10/2023 (last twelve months, «LTM») wird verzichtet. Das operative EBITDA-Niveau 10/2023LTM stellt aufgrund der aktuellen Situation des Unternehmens sowie der erwarteten Entwicklung des Unternehmens gemäss Businessplan keine angemessene Bewertungsgrundlage dar.

Bewertung basierend auf
Transaction Multiples

betreffend dieser beiden Werttreiber liegen für CREALOGIX unter den Analystenerwartungen für die Vergleichsunternehmen.

Im Rahmen der Analyse der Transaction Multiples wird der Unternehmenswert auf der Basis von beobachtbaren Transaktionen mit vergleichbaren Unternehmen bestimmt. Dabei wurden Unternehmenstransaktionen zwischen Oktober 2013 und Oktober 2023 analysiert, bei welchen eine Mehrheitsbeteiligung erworben wurde. Die Unternehmenswerte der Zielunternehmen werden auf Basis des in den einzelnen Transaktionen bezahlten Kaufpreises (100%) zuzüglich der Nettoverschuldung berechnet und mit dem ausgewiesenen EBITDA der letzten zwölf Monate vor der Transaktion verglichen.⁴⁰ Analog zum Vorgehen bei der Trading-Multiples-Analyse wird der Abweichung zwischen der Grösse der einzelnen Vergleichstransaktionen und der Marktkapitalisierung der CREALOGIX durch die Berücksichtigung impliziter, grössenabhängiger Premiums/Discounts entsprechend Rechnung getragen.

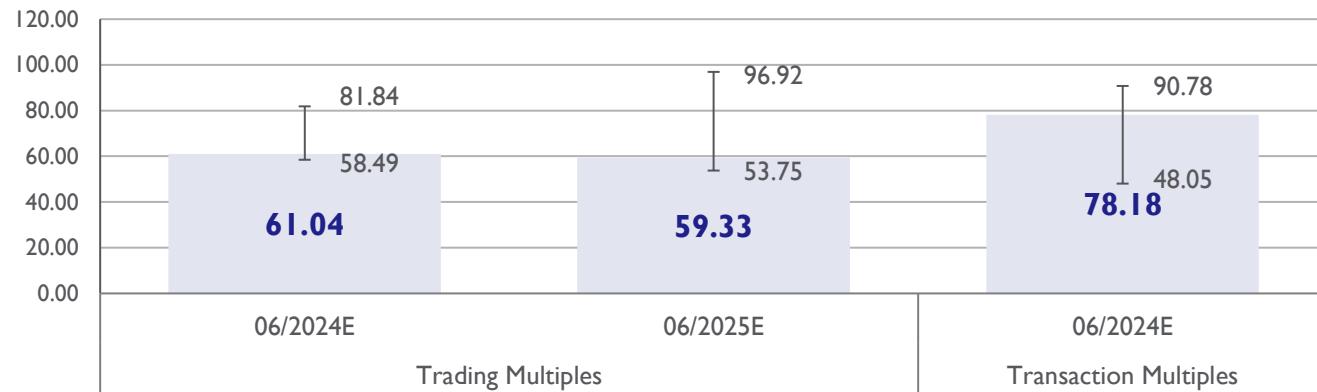
Aufgrund der eingeschränkten Datenlage bezüglich verfügbarer, vergleichbarer Transaktionen im genannten Zeitraum, ist dieser Analyse eine geringere Bedeutung beizumessen. Es konnten lediglich fünf Transaktionen identifiziert werden, bei welchen das Zielunternehmen im weiteren Sinne ein mit CREALOGIX vergleichbares Geschäftsmodell aufwies, und die Daten öffentlich verfügbar sind. Bei einer kleinen Anzahl von Vergleichstransaktionen können transaktionsspezifische Effekte einen starken Einfluss haben.

Zur Bestimmung des Unternehmenswerts werden die resultierenden Transaction Multiples mit dem erwarteten operativen EBITDA per 30. Juni 2024 («06/2024E») multipliziert.⁴¹ Der Wert pro Aktie wird auf identische Weise hergeleitet, wie bei der Trading-Multiples-Analyse vorangehend erläutert. Basierend auf der Bewertung mittels Transaction Multiples resultiert ein Wert pro Aktie von CHF 78.18 mit einer Wertbandbreite (IQA) zwischen CHF 48.05 und CHF 90.78.

⁴⁰ Für weiterführende Informationen zu den ausgewählten Vergleichstransaktionen im Rahmen der Transaction-Multiples-Analyse vgl. Abschnitt 5.4 im Anhang.

⁴¹ Auf eine fristenkongruente Multiple-Berechnung auf Basis des operativen EBITDA 10/2023LTM wird verzichtet. Das operative EBITDA-Niveau 10/2023LTM stellt aufgrund der aktuellen Situation des Unternehmens sowie der erwarteten Entwicklung des Unternehmens gemäss Businessplan keine angemessene Bewertungsgrundlage dar.

Wert pro Aktie der CREALOGIX per 15. November 2023 anhand der Multiples-Bewertungen (in CHF)



Quellen: Refinitiv Eikon, IFBC-Analyse.

Zusammenfassung

- Zur Plausibilisierung des DCF-Werts werden Bewertungen basierend auf Trading und Transaction Multiples vorgenommen.
- Die Bewertung mittels Trading Multiples ergibt einen Wert je Aktie von CHF 53.75 bis CHF 96.92 (Mittelwert über beide Jahre CHF 60.18). Die im Vergleich zur DCF-Bewertung höhere Bewertung der CREALOGIX mittels Trading Multiples kann insbesondere auf die vergleichsweise konservative zukünftige finanzielle Entwicklung der CREALOGIX in der Businessplan- und in der Grobplanperiode zurückgeführt werden, welche so in den aktuellen Marktbewertungen der Vergleichsunternehmen nicht reflektiert ist.
- Basierend auf der Transaction-Multiples-Bewertung resultiert ein Wert je Aktie von CHF 78.17 mit einer Wertbandbreite von CHF 48.05 bis CHF 90.78.
- Die Aussagekraft der Multiples-Bewertungen beurteilt IFBC als eingeschränkt. Da CREALOGIX eine Marktnische bedient, ist die Verfügbarkeit an vergleichbaren Unternehmen und Transaktionen eingeschränkt. Zudem gilt es zu beachten, dass sowohl Geschäftsmodelle als auch die spezifische Situation der Vergleichsunternehmen generell voneinander abweichen können. Bei einer kleinen Anzahl verfügbarer Vergleichsunternehmen und -transaktionen können unternehmens- wie auch transaktionsspezifische Effekte einen starken Einfluss haben.

3.4 Aktienkursanalyse

Aktienkursentwicklung

Der Kurs der CREALOGIX-Aktie ist in den letzten 12 Monaten um 23.27% angestiegen. Während dieses Zeitraums lag der Kurs zwischen CHF 39.00 (12. Dezember 2022) und CHF 82.00 (6. Februar 2023).

Die Aktie der CREALOGIX wurde am 15. November 2023, am Tag vor der Vorankündigung der Transaktion, mit einem Schlusskurs von CHF 49.80 gehandelt. Der volumengewichtete Durchschnittspreis (VWAP) der letzten 60 Handelstage betrug per 15. November 2023 CHF 49.45.

Entwicklung des Aktienkurses der CREALOGIX der letzten zwölf Monate (in CHF)



Quellen: Refinitiv Eikon, SIX Swiss Exchange.

Im Angebotspreis von CHF 60.00 enthaltene Prämien zum Aktienkurs und VWAP

Die aus dem Angebotspreis von CHF 60.00 resultierende Prämie gegenüber dem Schlusskurs vor der öffentlichen Vorankündigung (15. November 2023) beträgt 20.48%. Verglichen mit dem VWAP (60 Handelstage) per 15. November 2023 enthält das Angebot eine Prämie von 21.33%. Die Prämie des Angebots liegt somit leicht über (VWAP) bzw. leicht unter (Schlusskurs) dem historischen Median der Prämien, die seit 2011 bei freiwilligen öffentlichen Übernahmeangeboten in der Schweiz bezahlt wurden (20.8%).⁴²

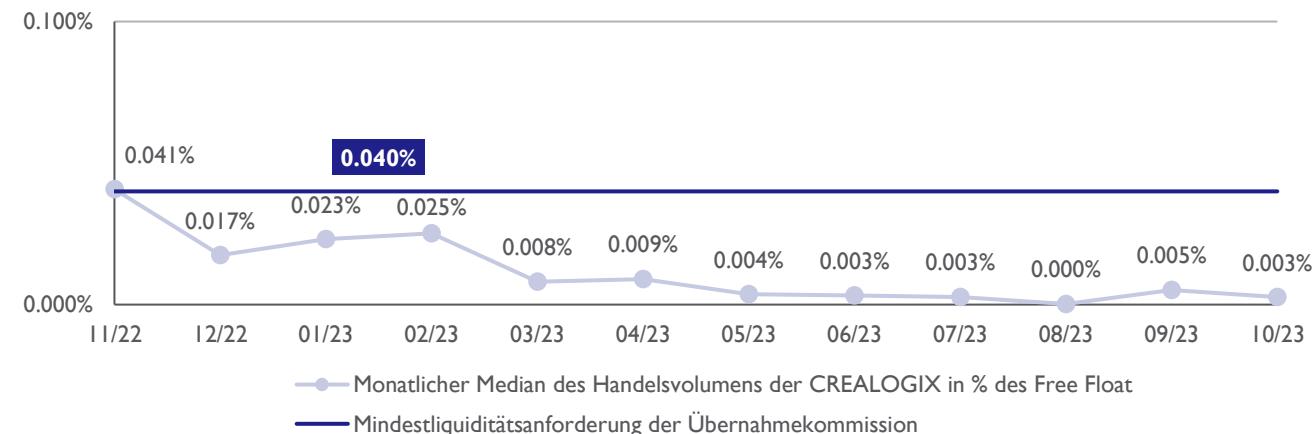
⁴² Für weiterführende Informationen zu den seit 2011 bezahlten Prämien bei öffentlichen Übernahmeangeboten in der Schweiz vgl. Abschnitt 5.5 im Anhang.

Liquiditätsanalyse

Gemäss dem geltenden Übernahmerecht werden Aktien von Unternehmen, die im Swiss Leader Index («SLI») geführt werden, als liquide eingestuft. Weiter sind Titel, die nicht Teil des SLI sind, als liquide zu klassifizieren, «sofern der monatliche Median des Tagesvolumens eines Titels im Verhältnis zum Streubesitz (Free Float) in 10 der 12 Monate vor der Veröffentlichung des Angebots oder der Voranmeldung mindestens 0.04% betragen hat».⁴³ Da die Aktien der CREALOGIX nicht Teil des SLI sind, erfolgt die Prüfung der Liquidität der Aktie auf Basis der Analyse des Handelsvolumens.

Wie aus der nachfolgenden Abbildung hervorgeht, ist der monatliche Median des täglichen Handelsvolumens der CREALOGIX-Aktie während des Zwölftmonatszeitraums vor der Veröffentlichung des Angebots nur in einem von 12 Monaten höher als der geltende Schwellenwert von 0.04%. Folglich sind die Aktien der CREALOGIX gemäss der Definition der UEK als illiquide zu beurteilen. Der Aktienkurs der CREALOGIX (aktueller Börsenkurs und VWAP) ist nach schweizerischem Übernahmerecht aufgrund mangelnder Liquidität nur beschränkt aussagekräftig und dient folglich nur bedingt als Referenzgröße zur Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Angebots.

Monatliche Medianwerte der gehandelten Anzahl Aktien der CREALOGIX in % des Free Float



Quellen: Refinitiv Eikon, IFBC-Analyse. Free Float gemäss Geschäftsbericht der CREALOGIX (2022/23 sowie 2021/22).

⁴³ Vgl. Übernahmekommission: UEK Rundschreiben Nr. 2 Liquidität im Sinn des Übernahmerechts, 26. Februar 2010.

Kursziel des Analysten

Lediglich ein Analyst publiziert ein Kursziel zu CREALOGIX. Am 8. November 2023 hat die ZKB ein neues Kursziel von CHF 61.00 definiert.

Zusammenfassung

- Die Aktien der CREALOGIX sind im Sinne des geltenden schweizerischen Übernahmerechts als illiquide zu beurteilen. Aus diesem Grund kann sowohl der Aktienkurs als auch der VWAP der letzten 60 Handelstage bei der Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Angebots durch Vencora nur bedingt als Referenzgrösse herangezogen werden.
- Am letzten Handelstag vor der öffentlichen Vorankündigung (15. November 2023) schloss der Aktienkurs der CREALOGIX bei CHF 49.80. Der VWAP lag zu diesem Zeitpunkt bei CHF 49.45. Die implizit aus dem Angebotspreis resultierende Prämie liegt bei 20.48% im Vergleich zum Schlusskurs und bei 21.33% im Vergleich zum VWAP.
- Die Prämie des Angebots von Vencora gegenüber dem Aktienkurs resp. dem VWAP liegt somit leicht über (VWAP) bzw. leicht unter (Schlusskurs) dem historischen Median der Prämien, die bei freiwilligen öffentlichen Übernahmeangeboten in der Schweiz bezahlt wurden.
- Das einzige Kursziel eines Analysten für CREALOGIX beträgt CHF 61.00. Da nur ein Analyst ein Kursziel für das Zielunternehmen publiziert, erachten wir die Aussagekraft der Analyse als eingeschränkt.

FAIRNESS OPINION CREALOGIX HOLDING AG

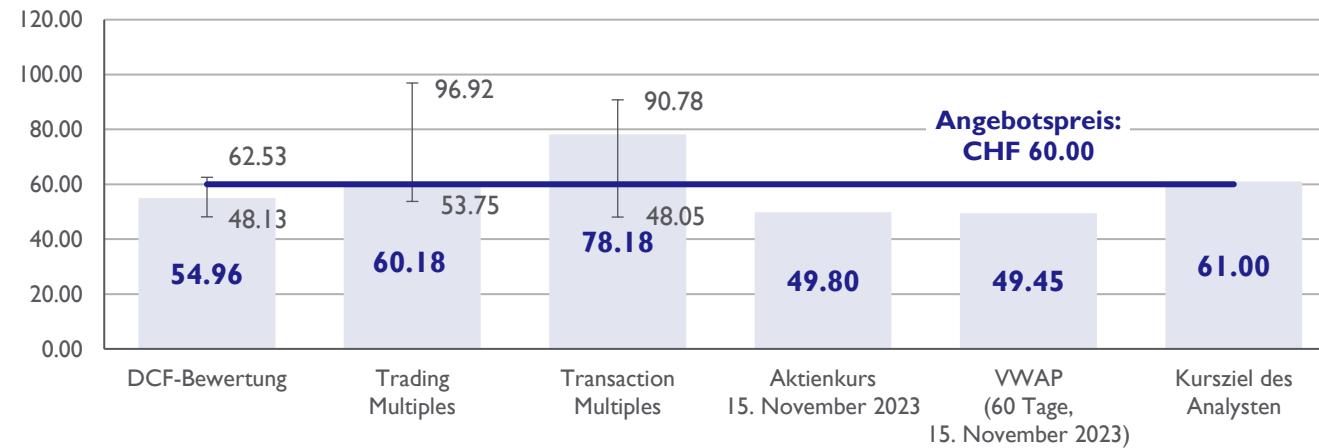
4 Beurteilung

4 Beurteilung

Übersicht zu den
Bewertungsergebnissen

IFBC gelangt auf Basis der vorangehend beschriebenen Analysen und unter Auswertung und Beurteilung aller zur Verfügung gestellten Informationen zu folgender Einschätzung hinsichtlich der finanziellen Angemessenheit des öffentlichen Übernahmevertrags durch Vencora für die ausstehenden Aktien der CREALOGIX:

Übersicht zu den Bewertungsergebnissen der CREALOGIX per 15. November 2023 (Wert pro Aktie in CHF)



Quelle: IFBC.

- Gemäss Best Practice haben wir eine Reihe von Bewertungsmethoden angewandt, um den Wert pro Aktie der CREALOGIX zu bestimmen.
- Die Bewertung mittels DCF-Methode ergibt per 15. November 2023 einen Wert pro Aktie von CHF 54.96 mit einer Wertbandbreite zwischen CHF 48.13 und CHF 62.53. Das Bewertungsergebnis ist vor allem sensitiv bezüglich der als nachhaltig geschätzten EBITDA-Marge, der Investitionsquote (CAPEX) sowie des unterstellten Kapitalkostensatzes. Dem Resultat der DCF-Bewertung wird im Rahmen dieser Fairness Opinion die grösste Bedeutung beigemessen, da mit diesem Ansatz den unternehmensspezifischen Gegebenheiten der CREALOGIX am besten Rechnung getragen wird.
- Bei einer Bewertung mittels Trading Multiples resultiert per 15. November 2023 eine Wertbandbreite von CHF 53.75 bis CHF 96.92 pro Aktie (Mittelwert bei CHF 60.18). Die Anwendung von Transaction Multiples führt per 15. November 2023 zu einer Wertbandbreite von CHF 48.05 bis CHF 90.78 pro Aktie (Medianwert

CHF 78.18). Trotz der sorgfältigen Auswahl von Vergleichsunternehmen und -transaktionen beurteilen wir die Aussagekraft der Bewertung anhand von Multiples als eingeschränkt. Zum einen sind Transaction Multiples eine geringere Bedeutung beizumessen aufgrund der eingeschränkten Datenlage bezüglich verfügbarer, vergleichbarer Transaktionen im untersuchten Zeitraum. Zum anderen sind die spezifische Situation und die erwartete finanzielle Entwicklung der CREALOGIX in den aktuellen Marktbewertungen der Vergleichsunternehmen nicht entsprechend abgebildet. Die Analysten schätzen im Durchschnitt für die Vergleichsunternehmen höhere erwartete Wachstumsraten sowie EBITDA-Margen als das Management für CREALOGIX in den nächsten Jahren erwartet.

- Die Aktien der CREALOGIX sind aufgrund des tiefen Handelsvolumens nach schweizerischem Übernahmerecht als illiquide zu beurteilen. Aus diesem Grund ist sowohl der Aktienkurs als auch der VWAP der letzten 60 Handelstage bei der Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Angebots durch Vencora nur von untergeordneter Bedeutung.
- Im Vergleich zum Schlusskurs von CHF 49.80 am 15. November 2023, dem Tag vor der Vorankündigung des Angebots, entspricht der Angebotspreis von CHF 60.00 einer Prämie von 20.48%. Aus dem Vergleich zwischen Angebotspreis und VWAP (60 Tage) von CHF 49.45 per 15. November 2023 resultiert eine Prämie von 21.33%.
- Das Kursziel des Analysten der ZKB liegt bei CHF 61.00. Die Aussagekraft der Analyse erachten wir als eingeschränkt.

Abschliessende Beurteilung
des Angebots

Aufgrund unserer Analysen und Wertüberlegungen sowie der präsentierten Ergebnisse beurteilt IFBC den Angebotspreis von CHF 60.00 je Aktie der CREALOGIX aus finanzieller Sicht als fair. Diese Konklusion basiert auf den folgenden Überlegungen:

- Das Angebot wird durch die DCF-Bewertung gestützt.
- Das Angebot liegt innerhalb der Wertbandbreite, die sich aus der Anwendung von Trading und Transaction Multiples ergibt.
- Der Angebotspreis liegt per 15. November 2023 über dem Schlusskurs und dem VWAP der vorangegangenen 60 Handelstage.

Zürich, 29. November 2023



Dr. Thomas Vettiger
Managing Partner



Fabian Forrer, CFA
Partner

FAIRNESS OPINION CREALOGIX HOLDING AG

5 Anhang

- | | | |
|------------|---|----------|
| 5.1 | Kapitalkostensatz (WACC) | Seite 45 |
| 5.2 | Beta Analyse per 31. Oktober 2023 | Seite 47 |
| 5.3 | Trading Multiples per 31. Oktober 2023 | Seite 48 |
| 5.4 | Transaction Multiples per 31. Oktober 2023 | Seite 49 |
| 5.5 | Prämienanalyse öffentlicher Übernahmeangebote
in der Schweiz seit 2011 | Seite 50 |
| 5.6 | Abkürzungsverzeichnis | Seite 51 |

5 Anhang

5.1 Kapitalkostensatz (WACC)

Parameter	Wert	Beschreibung
Währungsgewichteter, risikoloser Zinssatz	2.45%	<ul style="list-style-type: none"> ■ Höherer Wert zwischen dem definierten Mindestwert (Untergrenze für den realen Zinssatz von 0.00% + langfristig erwartete Inflation) und Rendite der 10-jährigen Staatsanleihen der relevanten Währungen für CREALOGIX, gewichtet basierend auf einem nachhaltigen Währungssplit (CHF, EUR und USD (gerundet)). ■ Quellen: Refinitiv Eikon; IMF, World Economic Outlook, Oktober 2023, Management-Angaben der CREALOGIX.
Marktrisikoprämie	6.00%	<ul style="list-style-type: none"> ■ Die Marktrisikoprämie entspricht der langfristigen Differenz zwischen der Rendite des Marktportfolios sowie dem risikolosen Zinssatz und korrespondiert mit der zusätzlichen Prämie, die ein Investor für ein Aktieninvestment gegenüber einer risikolosen Anlage erwartet. In Übereinstimmung mit der Best Practice wird eine nachhaltige implizite Marktrisikoprämie von 6.00% berücksichtigt. ■ Quelle: IFBC.
Unlevered Beta	1.02	<ul style="list-style-type: none"> ■ Das unlevered Beta misst das systematische, nicht diversifizierbare Risiko eines vergleichbaren, ausschliesslich durch Eigenkapital finanzierten Unternehmens. ■ Um die statistische Aussagekraft der Beta-Analyse zu erhöhen, werden nebst dem Beta der CREALOGIX auch statistisch signifikante Betas von Peer Group Unternehmen analysiert. Dafür wurden Unternehmen bestimmt, welche vergleichbare Produkte und Dienstleistungen (Front-End-Lösungen) für Banken und Vermögensverwalter anbieten. ■ Die Berechnung basiert auf wöchentlichen Renditen über einen Zeitraum von 2 Jahren (siehe Anhang 5.2). ■ Der Median des unlevered Beta der Peer Group liegt per 31. Oktober 2023 für CREALOGIX bei 1.02. ■ Quellen: Refinitiv Eikon, Management-Angaben der CREALOGIX.
Leverage-Faktor	0.09	<ul style="list-style-type: none"> ■ Die Berechnung des Leverage-Faktors erfolgt unter Berücksichtigung der Zielkapitalstruktur sowie des relevanten Steuersatzes der CREALOGIX (Hamada-Ansatz).
Levered Beta	1.11	<ul style="list-style-type: none"> ■ Das levered Beta misst das systematische Risiko und widerspiegelt sowohl das operative als auch das finanzielle Risiko eines Unternehmens.
Risikoprämie	6.64%	
Size Premium	4.83%	<ul style="list-style-type: none"> ■ Empirie und Praxis zeigen, dass kleinere Unternehmen im Vergleich zu Unternehmen mit hoher Marktkapitalisierung signifikant höhere Eigenkapitalkosten aufweisen. ■ Aus diesem Grund wird ein Size Premium im Rahmen des CAPM berücksichtigt. Das Size Premium wird mittels statistischer Methoden auf Basis der Marktkapitalisierung des Unternehmens hergeleitet. ■ Unter Berücksichtigung der Marktkapitalisierung der CREALOGIX sowie unseren Bewertungsüberlegungen wird ein Size Premium von 4.83% (10. Dezil des Size Premiums gemäss Kroll) angewendet. ■ Quellen: Refinitiv Eikon und Kroll, per 31. Dezember 2022.
Eigenkapitalkostensatz	13.92%	

Parameter	Wert	Beschreibung
Währungsgewichteter Swap-Satz	2.83%	<ul style="list-style-type: none"> ■ Höherer Wert zwischen den definierten Mindestwerten (Untergrenze für den realen Zinssatz von 0.00% + langfristig erwartete Inflation der jeweiligen Währungsräume) und den 5-jährigen Swap-Satz der relevanten Währungen für CREALOGIX, gewichtet basierend auf einem nachhaltigen Währungssplit (CHF, EUR und USD (gerundet)). ■ Quellen: Refinitiv Eikon; IMF, World Economic Outlook, Oktober 2023, Management-Angaben der CREALOGIX.
Credit Spread	1.00%	<ul style="list-style-type: none"> ■ Basierend auf aktuellen Marktdaten und einer Bonitätsannahme im Bereich Sub-Investment-Grade / Investment-Grade, wenden wir einen Aufschlag von 1.00% auf den Basiszinssatz an. ■ Quellen: IFBC Credit Spread Index, Management-Angaben der CREALOGIX.
Fremdkapitalkostensatz	3.83%	
Steuersatz	23.20%	<ul style="list-style-type: none"> ■ Erwarteter langfristiger Steuersatz der CREALOGIX. ■ Quelle: Management-Angaben der CREALOGIX.
Steueradjustierter Fremdkapitalkostensatz	2.94%	
Fremdkapitalanteil (Net Debt)	10%	<ul style="list-style-type: none"> ■ Definition einer Zielkapitalstruktur für CREALOGIX. ■ Quelle: Management-Angaben der CREALOGIX.
Eigenkapitalanteil	90%	
WACC (gerundet)	12.80%	

5.2 Beta Analyse per 31. Oktober 2023

Unternehmen	Land	Lokalwährung	Leverage¹⁾	Adj. levered Beta²⁾	Adj. unlevered Beta
			10/2023	10/2023	10/2023
Crealogix Holding AG	Schweiz	CHF	0.23	0.61	0.49
Alkami Technology Inc	Vereinigte Staaten	USD	0.00	1.26	1.26
Blend Labs Inc	Vereinigte Staaten	USD	0.00	1.02	1.02
Envestnet Inc	Vereinigte Staaten	USD	0.16	1.12	0.97
Intellect Design Arena Ltd	Indien	INR	0.00	1.19	1.19
Jack Henry & Associates Inc	Vereinigte Staaten	USD	0.01	0.79	0.78
MeridianLink Inc	Vereinigte Staaten	USD	0.15	0.99	0.86
nCino Inc	Vereinigte Staaten	USD	0.00	1.55	1.55
Profile Systems and Software SA	Griechenland	EUR	0.00	0.98	0.98
Q2 Holdings Inc	Vereinigte Staaten	USD	0.07	1.57	1.48
Median			0.00	1.12	1.02

Graue Werte werden mangels statistischer Signifikanz in der Analyse nicht berücksichtigt.

1) Leverage: 2-Jahres-Mittelwert (Nettoverschuldung x (1-Steuersatz) / Eigenkapital).

2) Adj. wöchentliches Beta (2 Jahre) per 31. Oktober 2023.

Quelle: Refinitiv Eikon.

5.3 Trading Multiples per 31. Oktober 2023

Unternehmen	Land	Rechnungslegungs-standard	Lokal-währung	Marktkapitalisierung per 31.10.2023 in CHF Mio.	Unternehmenswert per 31.10.2023 ¹⁾ in CHF Mio.	Adjusted EBITDA Multiple ²⁾	
						06/24 E	06/25 E
Crealogix Holding AG	Schweiz	Swiss	CHF	60	87	11.2x	8.0x
Alkami Technology Inc	Vereinigte Staaten	US	USD	1'525	1'441	n/a	32.8x
Blend Labs Inc	Vereinigte Staaten	US	USD	269	226	n/a	n/a
Envestnet Inc	Vereinigte Staaten	US	USD	1'834	2'603	7.0x	5.6x
Intellect Design Arena Ltd	Indien	IFRS	INR	1'040	940	10.6x	8.7x
Jack Henry & Associates Inc	Vereinigte Staaten	US	USD	9'383	9'623	10.1x	9.2x
Meridianlink Inc	Vereinigte Staaten	US	USD	1'210	1'498	10.5x	9.2x
nCino Inc	Vereinigte Staaten	US	USD	2'876	2'839	29.9x	20.4x
Profile Systems and Software SA	Griechenland	IFRS	EUR	90	82	n/a	n/a
Q2 Holdings Inc	Vereinigte Staaten	US	USD	1'594	1'784	16.0x	11.8x
3. Quartil				1'774	2'399	13.6x	14.0x
Median				1'368	1'469	10.6x	9.2x
1. Quartil				462	404	10.3x	8.5x

1) Unter Berücksichtigung von Net Debt.

2) Die zugrundeliegenden Daten wurden um IFRS 16-bedingte Effekte bereinigt. Den Abweichungen zwischen der Marktkapitalisierung der CREALOGIX und denjenigen der Vergleichsunternehmen und damit implizit resultierender, größenabhängiger Premiums/Discounts wurde mittels Size-Adjustment bei der Ermittlung der EBITDA-Multiples entsprechend Rechnung getragen.

Quelle: Refinitiv Eikon.

5.4 Transaction Multiples per 31. Oktober 2023

Datum	Zielunternehmen	Käufer / Investor	Wert des Eigenkapitals (100%) in USD Mio.	Adjusted EBITDA Multiple ¹⁾
03.07.2019	GBST Holdings Ltd	Kiwi Holdco CayCo Ltd	180	13.1x
17.12.2018	Harvest SA	Winnipeg Participations SASU	129	25.9x
19.02.2018	CAD IT SpA	Quarantacinque SpA	58	3.4x
14.02.2017	Rubik Financial Ltd	Temenos Group AG	49	14.9x
10.08.2015	Yodlee Inc	Envestnet Inc	593	8.8x
3. Quartil				14.9x
Median				13.1x
I. Quartil				8.8x

I) Den Abweichungen zwischen der Marktkapitalisierung der CREALOGIX und dem Eigenkapitalwert der Zielunternehmen und damit implizit resultierender, größenabhängiger Premiums/Discounts wurde mittels Size-Adjustment bei der Ermittlung der EBITDA-Multiples entsprechend Rechnung getragen.

Quelle: Refinitiv Eikon.

5.5 Prämienanalyse öffentlicher Übernahmeangebote in der Schweiz seit 2011⁴⁴

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

⁴⁴ Die Übersicht enthält freiwillige Übernahmeangebote in bar. Übernahmeangebote für Investment- und Immobiliengesellschaften wurden exkludiert.

⁴⁵ Inklusive Spezialdividende, welche vor der Transaktion ausbezahlt wurde.

5.6 Abkürzungsverzeichnis

ABV	Aktionärsbindungsvertrag
Angebot	Freiwilliges, öffentliches Übernahmeangebot
Angebotspreis	CHF 60.00 in bar pro CREALOGIX-Aktie
Business	Corporate-Banking- und SME-Banking-Segment
CAGR	Compound annual growth rate (jährliche Wachstumsrate)
CAPEX	Capital expenditures (Investitionen)
CAPM	Capital asset pricing model
CH	Schweiz
CHF	Schweizer Franken
CREALOGIX	Crealogix Holding AG
DCF	Discounted-Cashflow
E	Erwartet
EBITDA	Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization (operatives Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen und Amortisationen)
ESG	Environmental, social, governance (Umwelt, Soziales, Unternehmensführung)
EUR	Euro
FCF	Free Cashflow
Founder Shareholders	Dr. Richard Dratva, Bruno Richle, Daniel Hiltebrand und Peter Süsstrunk
GJ	Geschäftsjahr, Geschäftsjahre

IFBC	IFBC AG
IFRS	International Financial Reporting Standards
IMF	International Monetary Fund
INR	Indische Rupie
IQA	Interquartilsabstand
IT	Informationstechnik
KMU	Kleine und mittlere Unternehmen
LTM	Last twelve months
ME	Mittlerer Osten
Mio.	Millionen
Mrd.	Milliarden
NUV	Nettoumlaufvermögen
OPEX	Operational expenditures (Betriebskosten)
Retail	Retailbankensegment
SaaS	Software-as-a-Service
SIX	SIX Swiss Exchange
SLH	Swiss Learning Hub AG
SLH-Transaktion	Verkauf der Mehrheitsbeteiligung von 67% der Swiss Learning Hub AG.

SLI	Swiss Leader Index
SME	Small and Medium-sized Enterprises (KMU)
Terminal Value, TV	Terminal Value (Endwert)
Tsd.	Tausend
UEK	Übernahmekommission
UN	United Nations

USD	US-Dollar
Vencora, die Anbieterin	Vencora UK Limited
VR	Verwaltungsrat
VWAP	Volume-weighted average price (volumengewichteter Durchschnittskurs)
WACC	Weighted average cost of capital (gewichteter, durchschnittlicher Kapitalkostensatz)
Wealth	Wealth-Management-Segment



FAIRNESS OPINION CREALOGIX HOLDING AG

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

Le 29 novembre 2023



FAIRNESS OPINION CREALOGIX HOLDING AG

Contenu

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

FAIRNESS OPINION CREALOGIX HOLDING AG

I Introduction

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

I Introduction

I.I Contexte



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

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

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

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

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

¹ Source: Informations de la direction de CREALOGIX.

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

³ Source: SIX Swiss Exchange.

⁴ Source: Informations de la direction de CREALOGIX.

1.2 Notre mission

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

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

La date de l'évaluation est le 15 novembre 2023

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

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

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

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

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

I.3 Procédure

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

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

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

1.4 Sources

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

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

FAIRNESS OPINION CREALOGIX HOLDING AG

2 Description de l'entreprise et analyse de marché

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

2 Description de l'entreprise et analyse de marché

2.1 Présentation de CREALOGIX

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

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

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



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

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

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

2.2 Modèle d'affaires de CREALOGIX

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

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

Clients cibles

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

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

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



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

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

«CREALOGIX Funding Portal» pour les banques de développement

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

2.2.2 Monétisation par catégorie de chiffre d'affaires

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

«SaaS/Hosting»

La catégorie de revenus «SaaS⁷/Hosting» constitue un chiffre d'affaires récurrent. Il s'agit, d'une part, de la vente de droits d'utilisation de logiciels sur une durée déterminée. D'autre part, les clients de CREALOGIX peuvent acquérir, outre les droits d'utilisation, un abonnement de service qui définit chaque année un nombre fixe de jours de service sous la forme d'un contrat de service. Les jours de service sont utilisés pour développer les solutions existantes. Outre les droits d'utilisation et les jours de service récurrents, les revenus provenant de l'hébergement de différentes applications (propres solutions de banque numérique ou solutions informatiques générales dans des centres de données ou dans le cloud) sont également attribués à cette catégorie de chiffre d'affaires.

«Maintenance»

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

⁷ Software as a service.

«Licences»

L'achat d'une licence pour un produit CREALOGIX confère au client le droit d'utiliser le logiciel ou les solutions de manière illimitée, pour une durée indéterminée ou pour une durée déterminée définie. Le chiffre d'affaires de la catégorie de produits «licences» n'est donc pas récurrent.

«Services»

L'acquisition d'un logiciel ou d'une solution (soit par le biais d'un abonnement relevant de la catégorie «SaaS/Hosting», soit par le biais d'une «Licence») requiert la mise en œuvre correspondante. Le chiffre d'affaires des projets de mise en œuvre sont attribués à la catégorie de produits «Services». Ce chiffre d'affaires n'est pas récurrent.

«Autres»

Les produits qui ne peuvent pas être classés dans les catégories de chiffre d'affaires précédentes relèvent de la catégorie «Autres». En fait notamment partie le chiffre d'affaires provenant de la vente d'appareils (scanners à bulletin de versement en combinaison avec des solutions bancaires numériques) tels que PayEye, GiroMat, etc., qui sont vendus principalement en ligne dans le cadre de partenariats avec les plus grandes banques suisses ou par le biais de canaux de distribution.

2.2.3 Stratégie d'entreprise

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

Mise en place d'une organisation axée sur le marché	Adaptation de la structure des coûts au niveau du chiffre d'affaires	Focalisation sur les facteurs de croissance
---	--	---

Mise en place d'une organisation axée sur le marché

Avec cette initiative stratégique, CREALOGIX entend réorganiser l'entreprise pour passer d'une organisation matricielle à une organisation orientée vers le marché et la clientèle. L'objectif de cette initiative stratégique est d'établir des responsabilités claires au sein de différentes unités de marché grâce à un contrôle fonctionnel de bout en bout et de réaliser ainsi des gains d'efficacité au sein des unités de marché.

Adaptation de la structure des coûts au niveau du chiffre d'affaires

Afin d'améliorer la rentabilité opérationnelle et de revenir à un EBITDA durable et positif, la structure des coûts de CREALOGIX est adaptée au niveau plus bas de chiffre d'affaires ainsi qu'à l'organisation simplifiée. À cet effet, les coûts sont réduits et strictement surveillés (adaptations des coûts d'exploitation et en particulier des coûts de personnel en raison des programmes d'optimisation dans le contexte de la nouvelle structure organisationnelle) et le portefeuille de produits de CREALOGIX continuellement optimisé.

Focalisation sur les facteurs de croissance

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

1) **«Boost Funding Portal»**

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

2) **«Innovate Business Banking»**

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

3) **«Upgrade Flagship Products»**

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

2.2.4 Durabilité

Durabilité

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

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

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

⁸ Source: Informations de la direction de CREALOGIX.

⁹ Source: Rapport de gestion de CREALOGIX.

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

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

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

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

2.3 Chiffres-clés financiers historiques de CREALOGIX

Événements clés récents

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

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

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

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

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

Chiffres-clés historiques de CREALOGIX

Chiffres-clés historiques de CREALOGIX

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

Sources: Rapports de gestion de CREALOGIX.

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

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

***) Y compris participations minoritaires.

Évolution du chiffre d'affaires¹²

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

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

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

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

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

Évolution de la marge EBITDA¹³

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

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

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

Évolution des CAPEX

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

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

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

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

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

Évolution de l'endettement net et des fonds propres

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

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

2.4 Analyse de marché

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

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

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

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

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

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

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

¹⁷ Deloitte (2023), Swiss Affluent Clients.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

FAIRNESS OPINION CREALOGIX HOLDING AG

3 Évaluation

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

3 Évaluation

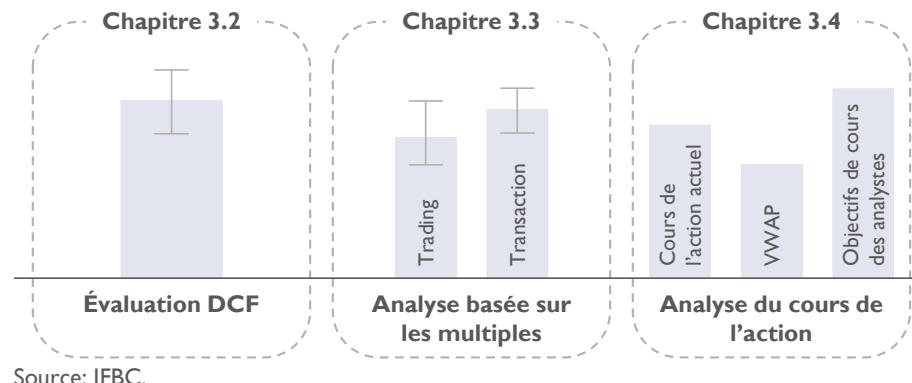
3.1 Méthode d'évaluation

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

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

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

Méthode d'évaluation



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

3.2 Évaluation discounted cash flow

3.2.1 Introduction à la méthodologie d'évaluation

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

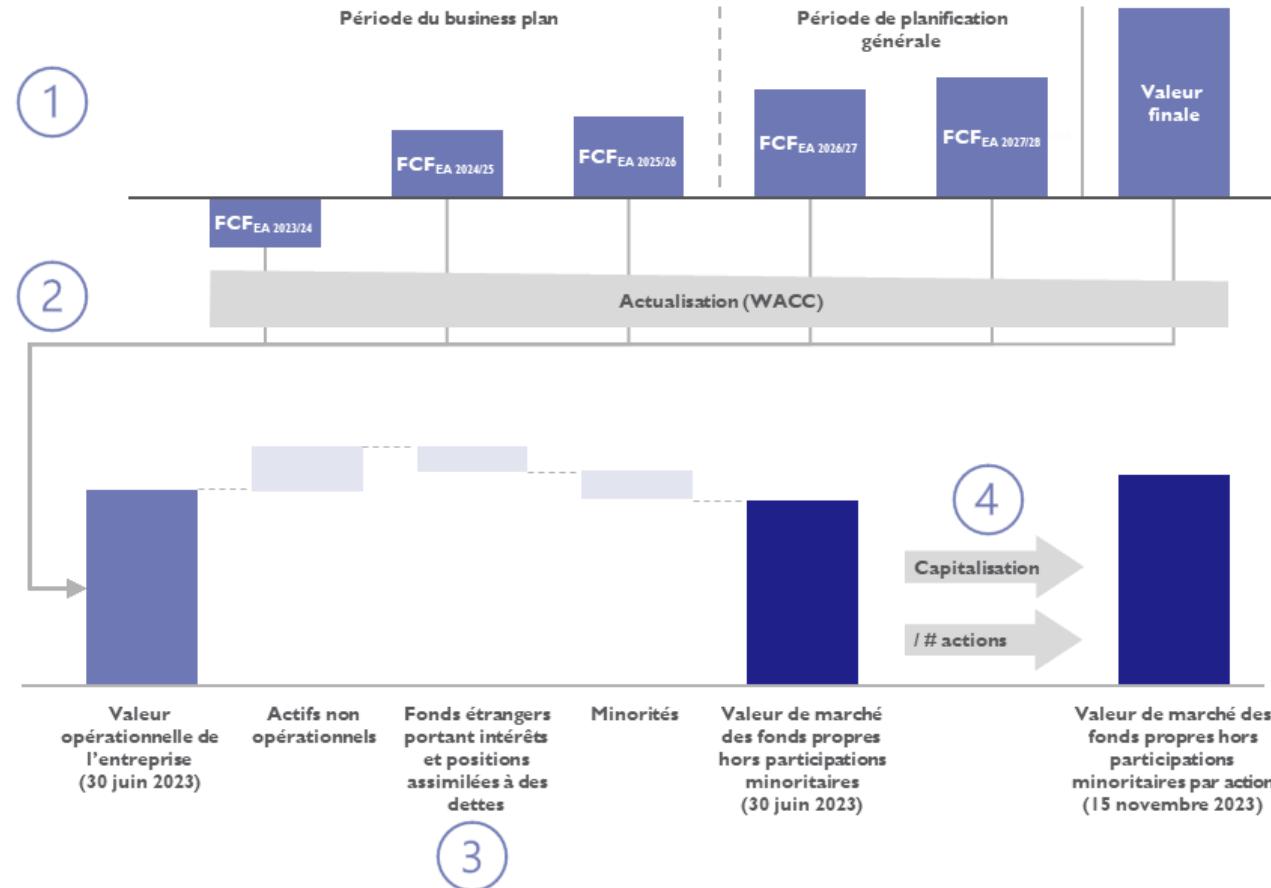
Sur la base de la méthode d'évaluation décrite ci-dessus, la valeur de marché des fonds propres hors participations minoritaires de CREALOGIX au 15 novembre 2023 est déterminée comme suit:

Détermination de la valeur de marché des fonds propres

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

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

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



Source: IFBC.

3.2.2 Free cash flows et valeur finale

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

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

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

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

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

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

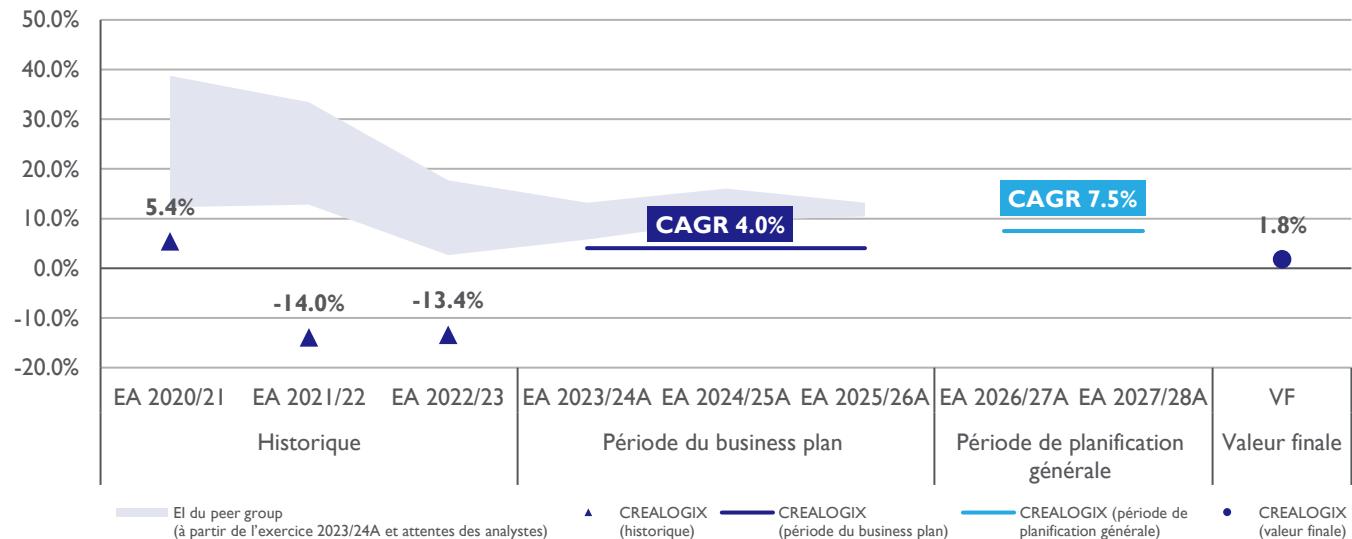
**) Pour l'exercice 2022/23, la marge EBITDA a été ajustée de la transaction SLH.

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

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

Hypothèses relatives à l'évolution du chiffre d'affaires

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



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

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

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

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

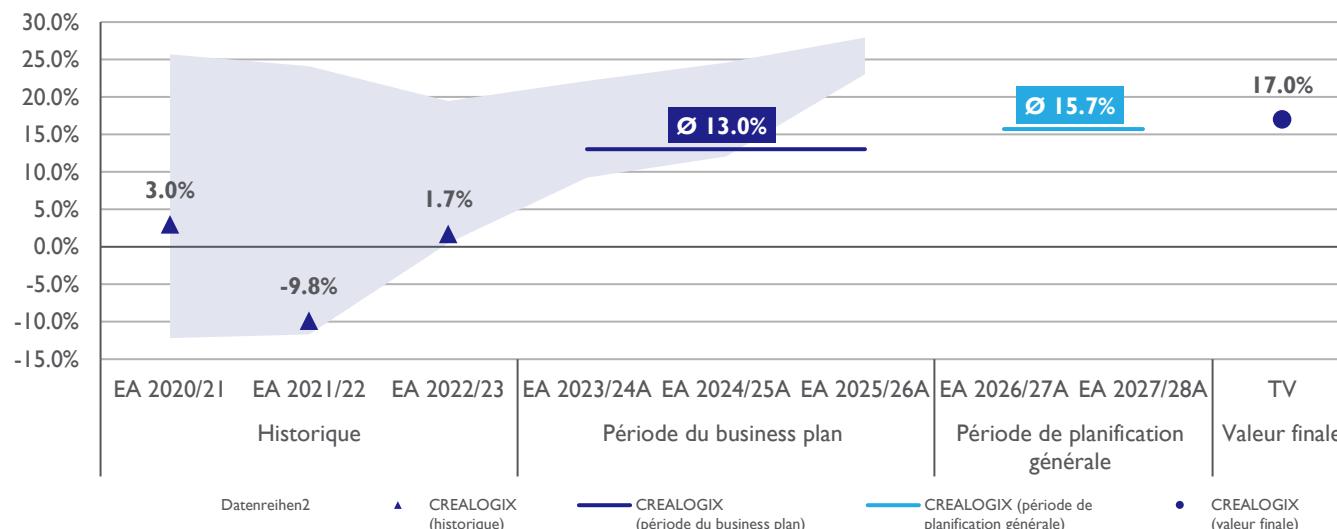
²⁸ Les causes sont décrites en détail à la section 2.3.

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

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

Hypothèses relatives à la marge EBITDA

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



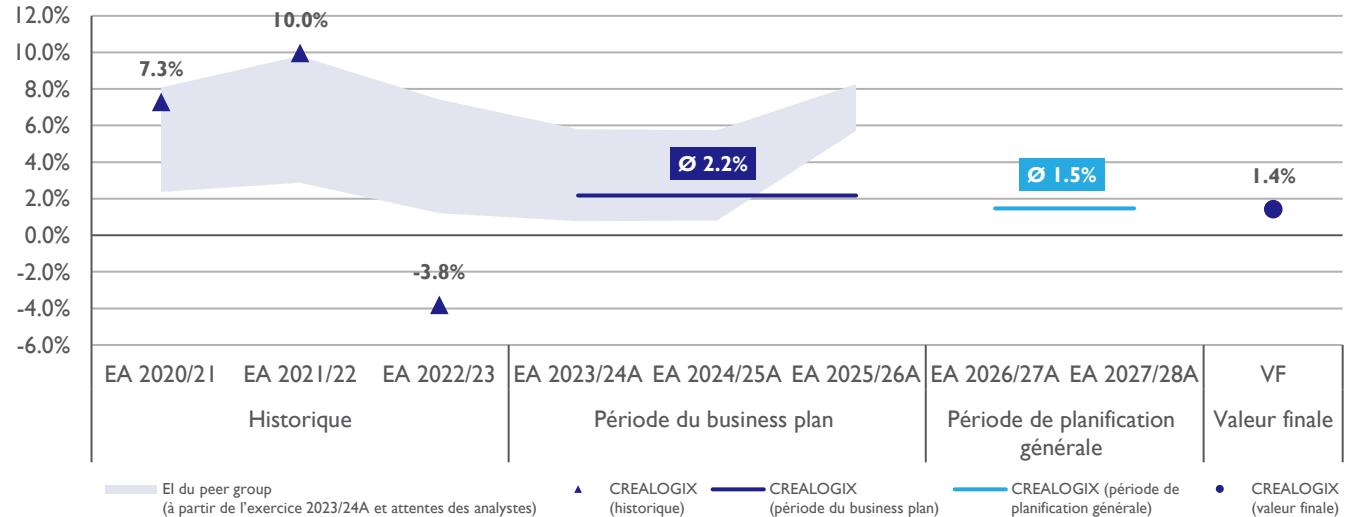
Sources: Refinitiv Eikon, informations de la direction de CREALOGIX.

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

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

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

Hypothèses relatives aux CAPEX

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

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

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

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

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

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

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

Hypothèses relatives à l'ACN opérationnel

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

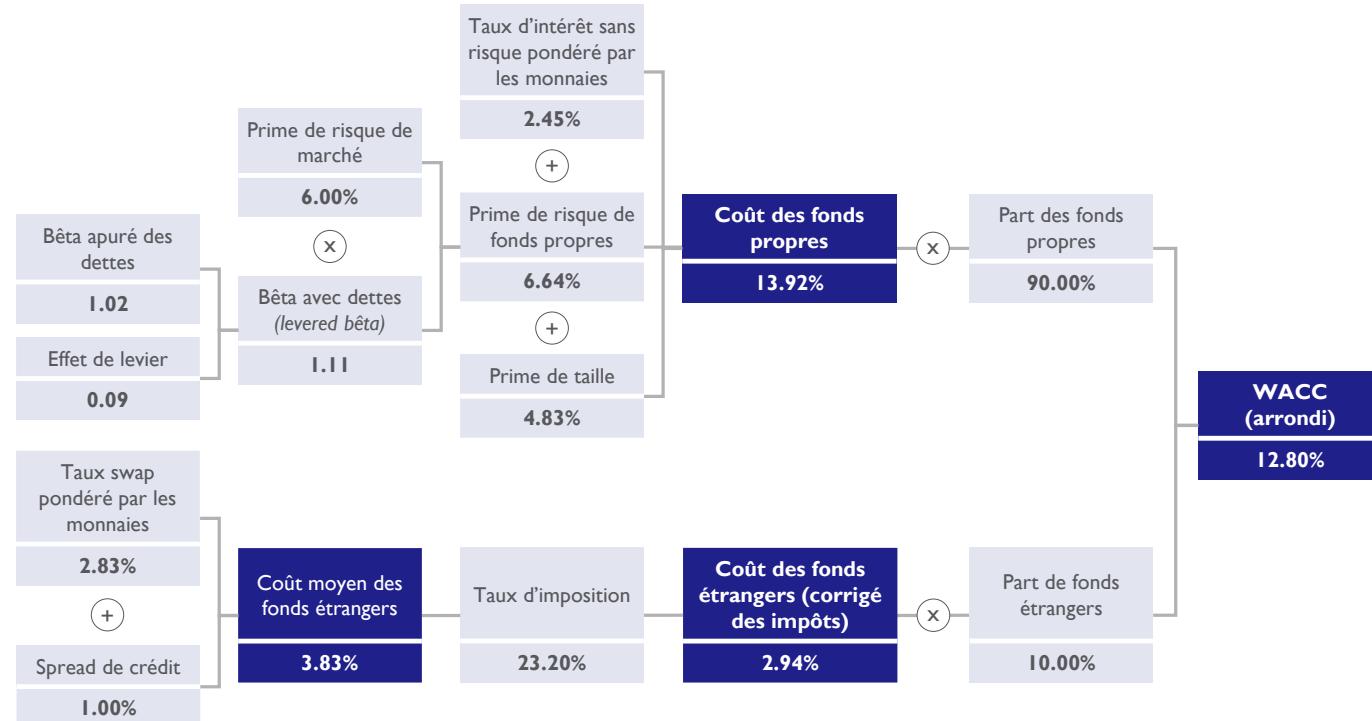
Hypothèses relatives aux impôts

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

3.2.3 Coût moyen du capital

Détermination du WACC
de CREALOGIX

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



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

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

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

Valeur opérationnelle de l'entreprise au 30 juin 2023

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

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

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

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

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

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

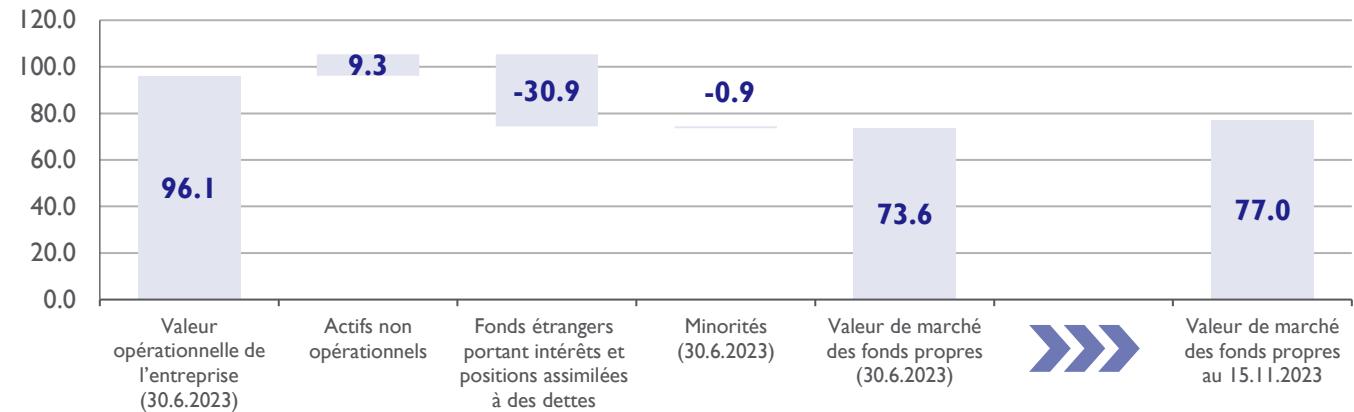
Valeur de marché des fonds propres hors participations minoritaires au 15 novembre 2023

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

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

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

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



Source: IFBC.

Valeur par action en CHF
au 15 novembre 2023

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

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

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

Source: IFBC.

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

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

Résumé

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

3.3 Évaluation à l'aide de multiples

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

Évaluation sur la base de *trading multiples*

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

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

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

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

³⁷ Dernière fin de mois avant l'annonce préalable.

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

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

Evaluation sur la base de
transaction multiples

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

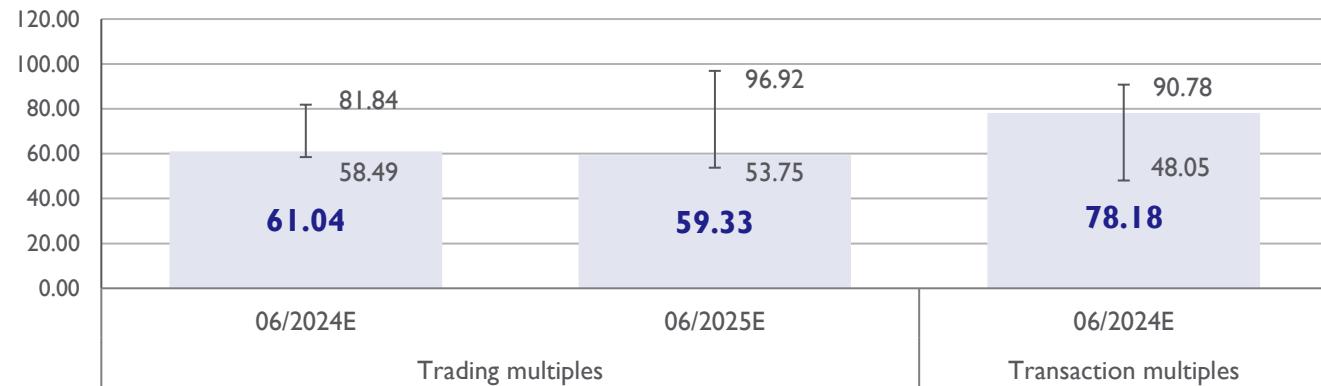
En raison des données limitées sur les transactions comparables disponibles au cours de cette période, il convient d'accorder une importance moindre à cette analyse. Seules cinq transactions ont pu être identifiées pour lesquelles l'entreprise cible au sens large présentait un modèle commercial comparable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

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

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

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

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



Sources: Refinitiv Eikon, analyse IFBC.

Résumé

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

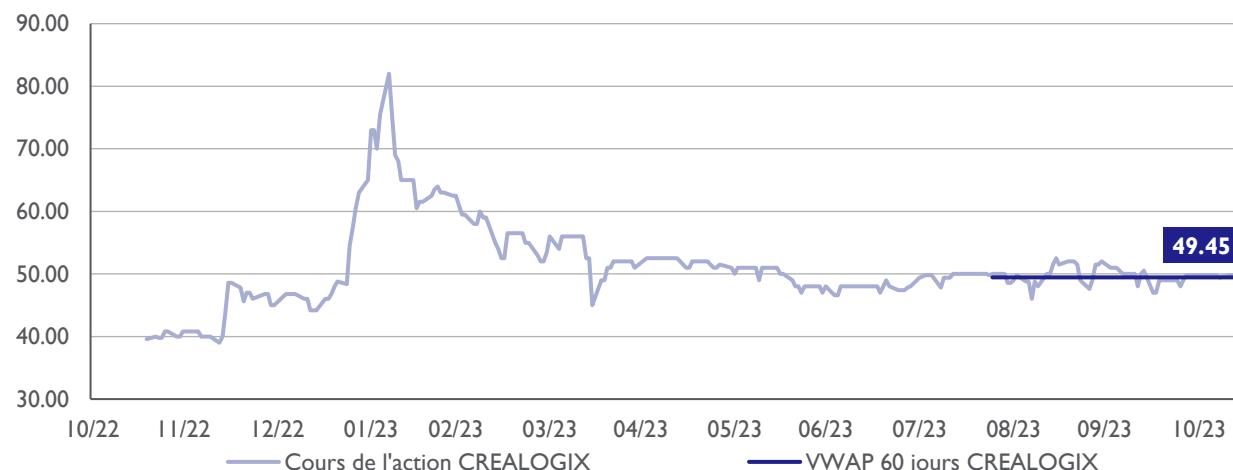
3.4 Analyse du cours de l'action

Evolution du cours de l'action

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

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

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



Sources: Refinitiv Eikon, SIX Swiss Exchange.

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

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

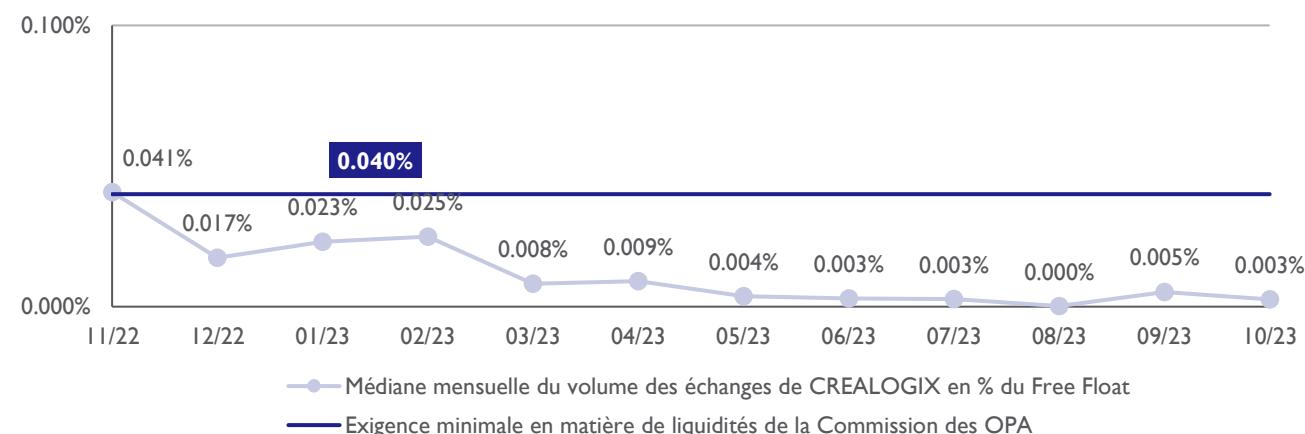
⁴² Pour plus d'informations sur les primes payées depuis 2011 dans le cadre d'offres publiques d'acquisition en Suisse, voir la section 5.5 de l'annexe.

Analyse de la liquidité

Conformément au droit des OPA en vigueur, les actions d'entreprises qui font partie du Swiss Leader Index («SLI») sont considérées comme liquides. En outre, les titres de participation qui ne font pas partie du SLI doivent être considérés comme liquides «si, pendant au moins 10 des 12 mois complets précédant la publication de l'offre ou de l'annonce préalable, la médiane mensuelle du volume quotidien des transactions en bourse est égale ou supérieure à 0.04% de la fraction librement négociable du titre de participation (Free Float).»⁴³ Comme les actions de CREALOGIX ne font pas partie du SLI, l'examen de la liquidité de l'action se fait sur la base de l'analyse du volume des transactions.

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

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



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

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

Objectif de cours des analystes

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

Résumé

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

FAIRNESS OPINION CREALOGIX HOLDING AG

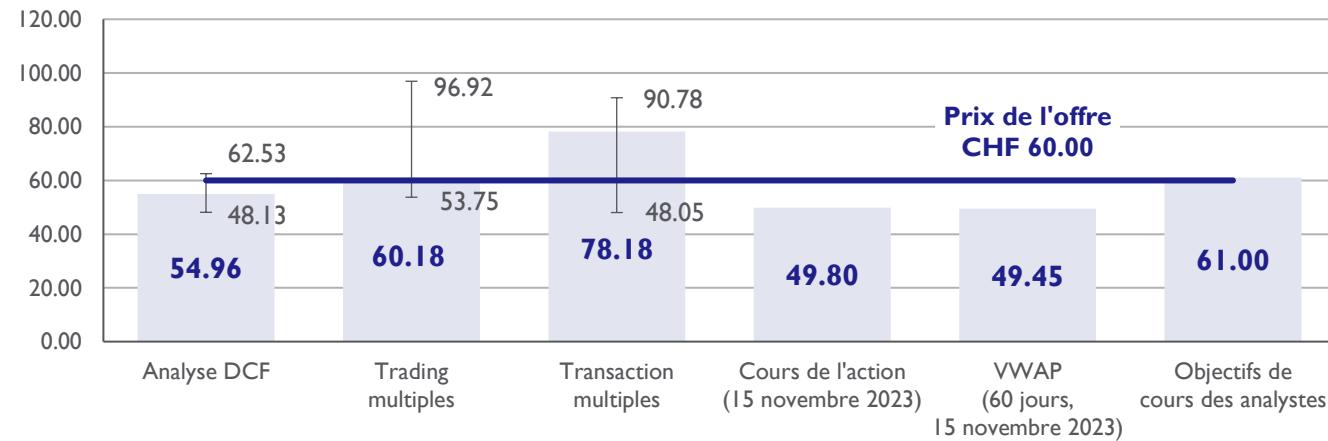
4 Appréciation

4 Appréciation

Aperçu des résultats de l'évaluation

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

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



Source: IFBC.

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

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

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

Appréciation finale de l'offre

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

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

Zurich, le 29 novembre 2023



Dr. Thomas Vettiger
Managing Partner



Fabian Forrer, CFA
Partner



FAIRNESS OPINION CREALOGIX HOLDING AG

5 Annexe

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

5 Annexes

5.1 Coût moyen pondéré du capital (WACC)

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

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

5.2 Analyse bêta au 31 octobre 2023

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

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

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

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

Source: Refinitiv Eikon.

5.3 Trading multiples au 31 octobre 2023

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

1) Net Debt pris en compte.

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

Source: Refinitiv Eikon.

5.4 Transaction multiples au 31 octobre 2023

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

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

Source: Refinitiv Eikon.

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

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

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

⁴⁵ Y compris dividende spécial versé avant la transaction.

5.6 Table des abréviations

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

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

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