

*Le présent projet de note en réponse
reste soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers*

PROJET DE NOTE ÉTABLI PAR LA SOCIÉTÉ



EN RÉPONSE

À L'OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT SUIVIE D'UN RETRAIT OBLIGATOIRE

INITIÉE PAR LA SOCIÉTÉ PHAST INVEST



Le présent projet de note en réponse a été déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») le 14 novembre 2025, conformément aux dispositions de l'article 231-26, I, 3° de son règlement général. Il a été établi conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF.

Le projet d'offre, le projet de note d'information et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'AMF.

AVIS IMPORTANT

En application des articles 231-19, 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet Finexsi, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans le présent Projet de Note en Réponse.

Le présent projet de note en réponse (le « **Projet de Note en Réponse** ») est disponible sur les sites Internet de la société Prodware (<https://www.prodwaregroup.com/investisseurs/>) et de l'AMF (www.amf-france.org) et peut également être obtenu sans frais auprès de :

Prodware
45, quai de la Seine
75019 Paris

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

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

SOMMAIRE

1.	PRÉSENTATION DE L’OFFRE.....	4
1.1	Contexte et motifs de l’Offre	6
1.1.1	Présentation de l’Initiateur	6
1.1.2	Contexte et motifs de l’Offre.....	6
1.1.3	Historique de la participation de l’Initiateur dans la Société.....	6
1.1.4	Autorisations réglementaires	7
1.1.5	Motifs de l’Offre.....	8
1.2	Rappel des termes de l’Offre	8
1.2.1	Termes de l’Offre	8
1.2.2	Ajustement des termes de l’Offre	9
1.2.3	Situation des bénéficiaires de BSAANE	9
1.2.4	Modalités de l’Offre	10
1.2.5	Procédure d’apport à l’Offre.....	10
2.	AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D’ADMINISTRATION SUR L’OFFRE	12
3.	INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D’ADMINISTRATION DE LA SOCIÉTÉ	21
4.	ACCORDS SUSCEPTIBLES D’AVOIR UNE INCIDENCE SUR LE DEROULEMENT DE L’OFFRE	21
4.1	Pacte d’Actionnaires	21
4.2	Engagements de non-apport à l’Offre	21
4.3	Accords conclus dans le cadre du financement de l’Offre.....	21
5.	ÉLÉMENTS CONCERNANT LA SOCIÉTÉ SUSCEPTIBLES D’AVOIR UNE INCIDENCE SUR LE DEROULEMENT DE L’OFFRE	23
5.1	Structure et répartition du capital	23
5.2	Restrictions statutaires à l’exercice des droits de vote et aux transferts d’actions.....	24
5.2.1	Obligation de déclaration de franchissement de seuils.....	24
5.2.2	Transfert d’actions et exercice des droits de vote.....	24
5.2.3	Droit de vote double	24
5.3	Clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l’article L. 233-11 du Code de commerce	25
5.4	Droits de contrôle spéciaux.....	25
5.5	Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d’actionnariat du personnel.....	25

5.6	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration ainsi qu'à la modification des statuts de la Société	25
5.6.1	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration.....	25
5.6.2	Règles applicables à la modification des statuts.....	26
5.7	Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres	26
5.8	Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société	27
5.9	Indemnités de départ au profit des dirigeants en cas d'offre publique	27
6.	RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT	28
7.	INFORMATIONS COMPLÉMENTAIRES CONCERNANT LA SOCIÉTÉ.....	28
8.	PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITÉ DU PRÉSENT PROJET DE NOTE EN RÉPONSE	29

1. PRÉSENTATION DE L'OFFRE

En application des dispositions du Titre III du Livre II, et plus particulièrement des articles 236-3 et 237-1 du règlement général de l'AMF, la société Phast Invest, société par actions simplifiée de droit français, dont le siège social est sis 22, avenue de Versailles, 75016 Paris, France, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 529 545 204 (« **Phast Invest** » ou l'« **Initiateur** »), offre de manière irrévocable aux actionnaires de la société Prodware, société anonyme de droit français, dont le siège social est sis 45, quai de la Seine, 75019 Paris, France, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 352 335 962 (« **Prodware** » ou la « **Société** »), et dont les actions sont admises aux négociations sur le marché Euronext Growth à Paris (« **Euronext Growth** ») sous le code ISIN FR0010313486, mnémonique « **ALPRO** », d'acquérir la totalité de leurs actions Prodware (les « **Actions** »), en numéraire, au prix de 28 euros par Action (le « **Prix de l'Offre** »), dans le cadre d'une offre publique de retrait (l'« **Offre Publique de Retrait** ») qui sera suivie d'un retrait obligatoire (le « **Retrait Obligatoire** », et, avec l'Offre Publique de Retrait, l'« **Offre** ») dont les conditions sont décrites ci-après ainsi que dans le projet de note d'information de l'Initiateur déposé auprès de l'AMF le 24 octobre 2025 (le « **Projet de Note d'Information** »).

L'Offre fait suite à l'offre publique d'acquisition au prix de 8,80 € par action Prodware SA en numéraire, déposée le 25 octobre 2021 (l'« **Offre Publique d'Acquisition** ») par la banque Degroof Petercam, pour le compte de Phast Invest agissant de concert avec les associés de Phast Invest (le « **Concert** »), à savoir Messieurs Philippe BOUAZIZ, Alain CONRARD, Stéphane CONRARD, François RICHARD et S&A Audit (les « **Actionnaires Historiques** »).

Le 21 décembre 2021, l'AMF a déclaré conforme l'Offre Publique d'Acquisition. L'Offre Publique d'Acquisition a été ouverte du 23 décembre 2021 au 28 janvier 2022 puis automatiquement réouverte du 7 février 2022 jusqu'au 18 février 2022 inclus. À cette date, un total de 4 013 889 actions ont été apportées à l'Offre Publique d'Acquisition permettant à Phast Invest de détenir une participation totale de près de 92,92 % du capital de Prodware¹.

À la date du présent Projet de Note en Réponse, l'Initiateur détient directement :

- 7.191.667 Actions représentant 93,96 % du capital et 94,13 % des droits de vote de la Société² ; et
- 1.460.000 BSAANE donnant droit, en cas d'exercice, à 1.460.000 Actions nouvelles.

¹ D&I n° 222C0415 du 21 février 2022.

² Sauf indication contraire, les pourcentages de participation en capital ou en droits de vote de la Société mentionnés dans le présent Projet de Note en Réponse sont calculés à la date de dépôt du présent Projet de Note en Réponse sur la base du nombre total d'Actions et de droits de vote théoriques de la Société, soit à la connaissance de la Société, conformément aux informations publiées par la Société sur son site internet au 30 septembre 2025 conformément à l'article 223-16 du Règlement Général de l'AMF, 7.654.251 Actions et 8.613.501 droits de vote théoriques compte tenu de l'existence de droits de vote double. En effet, l'article 13 des statuts de la Société prévoit que « *Un droit de vote double de celui conféré aux autres actions, eu égard à la quotité de capital social qu'elles représentent, est attribué à toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il est justifié d'une inscription nominative, depuis deux (2) ans au moins, au nom du même actionnaire.* ». Conformément à l'article 223-11 du règlement général de l'AMF, le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de toutes les actions auxquelles sont rattachés des droits de vote, en ce compris les actions dépourvues de droit de vote telles que les actions auto-détenues.

Conformément aux dispositions de l'article 231-6 du règlement général de l'AMF, l'Offre porte sur la totalité des Actions existantes de la Société non détenues, directement ou indirectement, par l'Initiateur, soit, à la connaissance de la Société à la date du présent Projet de Note en Réponse, les Actions :

- qui sont d'ores et déjà émises, soit un nombre maximum de 462.584 Actions représentant 6,05 % du capital et 5,87 % des droits de vote de la Société ; et
- qui seraient susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre, à raison de l'exercice de 136.000 BSAANE attribués par la Société à des managers de la Société au titre des Plans de BSAANE (tel que ce terme est défini à la section 1.2.3 (*Situation des bénéficiaires de BSAANE*) du présent Projet de Note en Réponse) (« **BSAANE Managers** »), soit à la connaissance de la Société, à la date du présent Projet de Note en Réponse, un nombre maximum de 136.000 Actions.

Soit, à la connaissance de la Société, à la date du présent Projet de Note en Réponse, un nombre maximal d'Actions visées par l'Offre égal à 598.584 Actions.

Il est précisé que deux titulaires de respectivement 157.300 et 301.000 BSAANE Managers, se sont engagés irrévocablement, aux termes d'engagements en date respectivement du 17 et du 20 octobre 2025, à ne pas apporter à l'Offre respectivement 157.300 et 200.000 des Actions qu'ils sont susceptibles de détenir au résultat de l'exercice des BSAANE Managers visés ci-dessus, soit 357.300 Actions. En conséquence, les Actions susceptibles de résulter de l'exercice de ces 357.300 BSAANE Managers ne sont pas visées par l'Offre.

À la connaissance de la Société et à la date du présent Projet de Note en Réponse, à l'exception des BSAANE Managers et des BSAANE détenus par l'Initiateur, il n'existe aucun autre titre de capital, ni aucun autre instrument financier émis par la Société ou droit conféré par la Société pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société, autres que les Actions.

La durée de l'Offre Publique de Retrait sera de dix (10) jours de négociation, conformément aux dispositions de l'article 236-7 du règlement général de l'AMF.

Dans la mesure où l'Initiateur détient plus de 90 % du capital et des droits de vote de la Société, le présent projet d'Offre Publique de Retrait sera suivi d'un Retrait Obligatoire visant la totalité des Actions non encore détenues par l'Initiateur. Dans le cadre du Retrait Obligatoire, seront transférées à l'Initiateur en contrepartie d'une indemnité en numéraire égale au Prix de l'Offre par Action (soit 28 euros par Action), net de tous frais, les Actions non apportées à l'Offre Publique de Retrait.

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, le 24 octobre 2025, Degroof Petercam (la « **Banque Présentatrice** » ou « **Degroof Petercam** ») qui garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre, a déposé l'Offre et le Projet de Note d'Information auprès de l'AMF pour le compte de l'Initiateur.

Les termes et modalités de l'Offre sont décrits de manière plus détaillée dans le Projet de Note d'Information de l'Initiateur qui a été mis en ligne sur les sites internet de la Société (<https://www.prodwaregroup.com/investisseurs/>) et de l'AMF (www.amf-france.org) et qui peut être obtenu sans frais auprès de l'Initiateur (22, avenue de Versailles, 75016 Paris) et de la Banque Présentatrice (44, rue de Lisbonne, 75008 Paris).

1.1 Contexte et motifs de l'Offre

1.1.1 Présentation de l'Initiateur

L'Initiateur est une société par actions simplifiée de droit français constituée en 2011, qui a notamment pour actionnaires (i) les Actionnaires Historiques et (ii) un certain nombre de fonds Tikehau représentés par le fonds d'investissements Tikehau Investment Management, société par actions simplifiée dont le siège social est situé 32 rue de Monceau, CS 40121, 75008 Paris et immatriculée sous le numéro 491 909 446 RCS Paris (« **Tikehau** »). À la date du présent Projet de Note en Réponse, les Actionnaires Historiques détiennent environ 88% du capital et des droits de vote de l'Initiateur, Tikehau détenant environ 11 % du capital et des droits de vote de l'Initiateur ; le solde étant détenu par des managers clés du groupe Prodware.

Le document relatif aux autres informations juridiques, financières et comptables de l'Initiateur sera mis gratuitement à la disposition du public, au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre, conformément à l'article 231-28 du règlement général de l'AMF.

1.1.2 Contexte et motifs de l'Offre

Le groupe Prodware est un acteur européen des processus d'innovation et de transformation digitale, doté d'une structure R&D puissante, d'une expertise unique en industrialisation de meilleures pratiques mais aussi d'alliances stratégiques de premier plan. Capable de développer des solutions hébergées dans le cloud, dotées d'intelligence artificielle mais aussi sectorielles agiles et modernes, le groupe Prodware est le partenaire Microsoft leader en Europe ainsi que le partenaire Sage leader dans les pays francophones.

Présent dans 14 pays et comptant plus de 1 400 collaborateurs, le groupe Prodware a réalisé au cours de l'exercice clos le 31 décembre 2024 un chiffre d'affaires consolidé de 668,7 m€. Créée en 1989 par M. Philippe Bouaziz, la Société a été introduite en bourse sur le marché Euronext Growth à Paris en 2006. La Société est dirigée par M. Alain Conrard, en qualité de directeur général, et M. Stéphane Conrard en qualité de directeur général délégué. M. Philippe Bouaziz préside le conseil d'administration de la Société, dont MM. Alain Conrard et Stéphane Conrard sont également membres. M. François Richard est co-fondateur de Prodware et exerce la fonction de Directeur des services informatiques du groupe.

1.1.3 Historique de la participation de l'Initiateur dans la Société

Le 21 octobre 2021, les Actionnaires Historiques ont conclu avec l'Initiateur un pacte constitutif d'une action de concert vis-à-vis de la Société au sens de l'article L. 233-10, I du Code de commerce, en vue de prendre le contrôle de la Société et poursuivre la stratégie de développement de la Société, tout en offrant une liquidité aux actionnaires de la Société à un prix attractif³.

Le 26 octobre 2021, le Concert a déposé auprès de l'AMF un projet d'Offre Publique d'Acquisition libellé à un prix de 8,80 euros par Action⁴, ladite Offre Publique d'Acquisition revêtant un caractère volontaire et étant réalisée selon la procédure normale en application des dispositions des articles 232-1 et suivants du

³ Section 1.3.1 de la note d'information déposée le 21 décembre 2021 par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre Publique d'Acquisition.

⁴ D&I n° 221C2858 du 26 octobre 2021.

règlement général de l'AMF dans la mesure où le Concert n'avait pas franchi les seuils de 50 % des titres de capital et des droits de vote de la Société.

À la date du dépôt du projet d'Offre Publique d'Acquisition, le Concert détenait⁵ :

- 2.980.715 Actions, représentant 38,47 % du capital et 43,67 % des droits de vote théoriques de la Société ;
- 4.624 Actions de Préférence Gratuites donnant droit, lors de leur conversion, à 208.080 Actions qui seront couvertes par les Actions auto-détenues de la Société et représentant 0,06 % du capital et 2,18 % des droits de vote théoriques de la Société ; et
- 1.460.000 BSAANE donnant droit, en cas d'exercice, à 1.460.000 Actions nouvelles.

L'Offre Publique d'Acquisition a fait l'objet d'une note d'information de l'Initiateur et d'une note en réponse de la Société visées par l'AMF le 21 décembre 2021 sous les numéros 21-539 et 21-540 (en application de la décision de conformité AMF n° 221C3557). Elle a été ouverte du 23 décembre 2021 au 28 janvier 2022 inclus puis automatiquement réouverte du 7 février 2022 jusqu'au 18 février 2022 inclus⁶.

À l'issue de la clôture de l'Offre Publique d'Acquisition, le Concert détenait, directement et indirectement, 7.191.667 Actions de la Société⁷ représentant 92,82 % du capital et 92,57 % des droits de vote de la Société⁸.

Dans le cadre de l'Offre Publique d'Acquisition, les Actionnaires Historiques s'étaient engagés, en cas de succès de l'Offre Publique d'Acquisition, à apporter l'intégralité de leurs titres représentant 1.515.084 actions ainsi que 208.080 actions qui résulteraient de la conversion des actions de préférence gratuites qu'ils détenait, à l'Initiateur par voie d'apport en nature conformément aux dispositions de l'article L. 225-147 du Code de commerce, en retenant une valeur par action égale au prix par action proposé dans le cadre de l'Offre Publique d'Acquisition.

Postérieurement à l'Offre Publique d'Acquisition, Prodware ayant procédé en juin 2022 à l'annulation du solde de ses actions auto-détenues et d'actions de préférence, la participation de l'Initiateur en droits de vote s'est mécaniquement renchérie⁹.

Il est précisé que l'Initiateur n'a procédé à aucune acquisition de titres de la Société au cours des douze derniers mois.

1.1.4 Autorisations réglementaires

L'Offre n'est pas soumise à l'obtention d'une autorisation réglementaire.

⁵ Selon le projet de note d'information établi par Phast Invest et déposé auprès de l'AMF le 21 octobre 2021.

⁶ D&I n° 222C0268 du 1^{er} février 2022.

⁷ D&I n° 222C0415 du 21 février 2022.

⁸ *Ibid*, les pourcentages étant calculés sur la base d'un capital composé de 7.748.042 actions (dont 7.042 actions de préférence à annuler) représentant au plus 9.060.128 droits de vote, en application du 2^{ème} alinéa de l'article 223-11 du règlement général au 18 février 2022. Par ailleurs, la société détenait, au 18 février 2022, 86.749 de ses propres actions, qui représentent 1,12 % de son capital.

⁹ Selon le rapport de gestion de la Société au titre de l'exercice 2022, publié le 26 avril 2023 et disponible sur son site internet (<https://www.prodwaregroup.com/investisseurs/>).

1.1.5 Motifs de l'Offre

L'Offre fait suite à l'Offre Publique d'Acquisition, telle que plus précisément décrite à la section 1.1.3 du Projet de Note d'Information.

L'Offre, qui sera suivie d'un Retrait Obligatoire, a pour objet de simplifier la structure de détention de la Société et vise à procéder au retrait de la Société du marché Euronext Growth, permettant de simplifier le fonctionnement opérationnel de la Société en s'exonérant des contraintes réglementaires et administratives liées à la cotation des actions de la Société (ainsi que des coûts y afférents).

Par ailleurs, compte tenu de la structure actuelle de son actionnariat et du faible volume d'échanges des actions de la Société sur le marché, un maintien de la cotation des Actions n'est plus justifié.

1.2 **Rappel des termes de l'Offre**

1.2.1 Termes de l'Offre

En application des dispositions des articles 231-13 et suivants, 236-3 et 237-1 du règlement général de l'AMF, la Banque Présentatrice, agissant pour le compte de l'Initiateur, a déposé auprès de l'AMF, le 24 octobre 2025, le projet d'Offre sous la forme d'une Offre Publique de Retrait qui sera suivie d'un Retrait Obligatoire portant sur la totalité des Actions non encore détenues, directement ou indirectement, à ce jour par l'Initiateur, ainsi que le Projet de Note d'Information.

Cette Offre revêt un caractère volontaire et sera réalisée selon la procédure de l'offre publique de retrait en application des dispositions des articles 236-3 et suivants du règlement général de l'AMF.

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

Dans le cadre de l'Offre Publique de Retrait, l'Initiateur s'engage irrévocablement à acquérir auprès des actionnaires de la Société toutes les Actions qui seront apportées à l'Offre Publique de Retrait, au Prix de l'Offre, pendant une période de dix (10) jours de négociation.

Le Prix de l'Offre est de 28 euros par Action apportée. Le Prix de l'Offre a été fixé coupon attaché. Par conséquent, le Prix de l'Offre sera diminué du montant de tout dividende ou distribution dont le détachement ou le paiement interviendrait préalablement à la date de règlement-livraison pour chaque achat dans le cadre de l'Offre Publique de Retrait.

Dans le cadre du Retrait Obligatoire, seront transférées à l'Initiateur en contrepartie d'une indemnité en numéraire égale au Prix de l'Offre (soit 28 euros par Action), net de tout frais¹⁰, les Actions non apportées à l'Offre Publique de Retrait.

Conformément aux dispositions de l'article 231-16 du Règlement général de l'AMF, le Projet de Note d'Information de l'Initiateur est tenu gratuitement à la disposition du public au siège de l'Initiateur et

¹⁰ Ajustée le cas échéant de tout dividende ou distribution qui serait détaché ou payé avant la date du retrait obligatoire.

auprès de la Banque Présentatrice et est disponible sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (www.prodwaregroup.com/investisseurs).

Les termes de l'Offre sont décrits de manière plus détaillée à la section 2 du Projet de Note d'Information de l'Initiateur.

1.2.2 Ajustement des termes de l'Offre

Toute distribution de dividende, d'acompte sur dividende, de réserve, de prime d'émission ou toute autre distribution (en numéraire ou en nature) décidée par la Société dont la date de détachement interviendrait, ou toute réduction de capital réalisée, avant la clôture de l'Offre donnera lieu à un ajustement, à l'euro l'euro, du prix par Action proposé dans le cadre de l'Offre.

1.2.3 Situation des bénéficiaires de BSAANE

À la connaissance de la Société et à la date du présent Projet de Note en Réponse, la Société a mis en place plusieurs plans d'attribution de bons de souscription d'actions et/ou d'acquisition d'Actions nouvelles et/ou existantes (les « **BSAANE** ») au profit de l'Initiateur et de certains managers de la Société.

Chaque BSAANE donne droit à la souscription d'une (1) action ordinaire de la Société.

Le tableau ci-dessous résume les principaux termes et conditions des plans d'attribution de BSAANE (les « **Plans de BSAANE** ») à la date du présent Projet de Note en Réponse :

Nature des instruments financiers émis	Date d'émission	Nombre maximum d'Actions potentielles	Prix d'exercice	Echéance
BSAANE	14 mars 2016	536.000	8,10 €	14 mars 2026
BSAANE	28 avril 2017	510.000	8,10 €	28 avril 2027
BSAANE	30 juin 2017	560.000	8,32 €	30 juin 2027
BSAANE	16 octobre 2018	347.300	13,19 €	16 octobre 2028
Total	–	1.953.300	–	–

À la date du présent Projet de Note en Réponse et à la connaissance de la Société, 1.953.300 BSAANE sont en circulation, il est précisé que l'Initiateur détient 1.460.000 BSAANE, les Managers détenant le solde, soit 493.300 BSAANE Managers.

Les BSAANE Managers étant stipulés incessibles, leurs bénéficiaires ne peuvent les céder dans le cadre de l'Offre. En revanche, les bénéficiaires peuvent librement décider, préalablement à la clôture de l'Offre d'exercer leurs BSAANE Managers et de détenir les Actions auxquelles ceux-ci donnent droit afin de pouvoir apporter ces dernières à l'Offre.

Il est précisé que deux titulaires de respectivement 157.300 et 301.000 BSAANE Managers, se sont engagés irrévocablement, aux termes d'engagements en date respectivement du 17 et du 20 octobre 2025, à ne pas apporter à l'Offre respectivement 157.300 et 200.000 des Actions qu'ils sont susceptibles de

détenir au résultat de l'exercice des BSAANE Managers visés ci-dessus, soit 357.300 Actions. En conséquence, les Actions susceptibles de résulter de l'exercice de ces 357.300 BSAANE Managers ne sont pas visées par l'Offre.

1.2.4 Modalités de l'Offre

En application de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, la Banque Présentatrice, agissant pour le compte de l'Initiateur, a déposé le projet d'Offre et le Projet de Note d'Information auprès de l'AMF le 24 octobre 2025. L'AMF a publié un avis de dépôt concernant l'Offre sur son site internet (www.amf-france.org).

Conformément aux dispositions de l'article 231-16 du règlement général de l'AMF, le Projet de Note d'Information de l'Initiateur est tenu gratuitement à la disposition du public aux sièges de l'Initiateur ainsi que de la Banque Présentatrice, et a été mis en ligne sur les sites Internet de la Société et de l'AMF.

Conformément aux dispositions de l'article 231-26, I-3° du règlement général de l'AMF, la Société a déposé auprès de l'AMF le présent Projet de Note en Réponse à l'Offre, incluant notamment le rapport de l'Expert Indépendant et l'avis motivé du Conseil d'administration en application des dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF. Le dépôt du présent Projet de Note en Réponse est intervenu après l'expiration d'un délai de quinze jours de négociation suivant le dépôt du Projet de Note d'Information.

Le projet d'Offre, le Projet de Note d'Information et le présent Projet de Note en Réponse restent soumis à l'examen de l'AMF.

L'AMF déclarera l'Offre conforme après s'être assurée de la conformité de l'Offre aux dispositions législatives et réglementaires qui lui sont applicables et publiera sur son site Internet la décision de conformité motivée. Cette décision de conformité emportera visa de la note d'information par l'AMF. Préalablement à l'ouverture de l'Offre Publique de Retrait, l'AMF publiera un avis d'ouverture et de calendrier de l'Offre Publique de Retrait, et Euronext publiera un avis rappelant la teneur de l'Offre Publique de Retrait et précisant le calendrier et les modalités de l'Offre Publique de Retrait.

L'Offre Publique de Retrait sera ouverte pendant une période de dix (10) jours de négociation.

1.2.5 Procédure d'apport à l'Offre

Les Actions présentées à l'Offre Publique de Retrait devront être librement négociables et libres de tout privilège, gage, nantissement ou autre sûreté ou restriction de quelque nature que ce soit restreignant le libre transfert de leur propriété. L'Initiateur se réserve le droit d'écarter toutes les Actions apportées qui ne répondraient pas à cette condition.

L'Offre Publique de Retrait s'effectuera par achats sur le marché, le règlement-livraison étant effectué au fur et à mesure de l'exécution des ordres, deux (2) jours de négociation après chaque exécution. Les frais de négociation (à savoir les frais de courtage et la TVA afférente) resteront en totalité à la charge des actionnaires vendeurs.

Banque Degroof Petercam, prestataire de services d'investissement habilité en tant que membre de marché, se portera acquéreur, pour le compte de l'Initiateur, des Actions qui seront apportées à l'Offre Publique de Retrait sur le marché, conformément à la réglementation applicable.

Les actionnaires de la Société qui souhaiteraient apporter leurs Actions à l'Offre Publique de Retrait devront remettre un ordre de vente irrévocable au Prix de l'Offre, au plus tard le jour de clôture de l'Offre Publique de Retrait :

- auprès de leur intermédiaire financier – teneur de compte (établissement de crédit, entreprise d'investissement, etc.) pour les actionnaires détenant leurs Actions sous la forme au porteur ou administré en utilisant le modèle mis à leur disposition par cet intermédiaire ;
- auprès d'Uptevia, pour les actionnaires détenant leurs Actions sous la forme nominative pure en utilisant le modèle mis à leur disposition par cet intermédiaire.

Il reviendra aux actionnaires de la Société souhaitant apporter leurs Actions à l'Offre Publique de Retrait de se rapprocher de leurs intermédiaires financiers respectifs afin de se renseigner sur les éventuelles contraintes de chacun de ces intermédiaires ainsi que sur leurs procédures propres de prise en compte des ordres de vente afin d'être en mesure d'apporter leurs Actions à l'Offre Publique de Retrait dans les délais impartis.

L'Offre est soumise au droit français. Tout différend ou litige, de quelque nature que ce soit, se rattachant à l'Offre sera porté devant les tribunaux compétents.

2. AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION SUR L'OFFRE

Conformément aux dispositions de l'article 231-19, 4° du règlement général de l'AMF, le Conseil d'administration de la Société s'est réuni le 13 novembre 2025, sur convocation de son Président, à l'effet d'examiner le projet d'Offre et de rendre un avis motivé sur l'intérêt et les conséquences de l'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Le Conseil d'administration était alors composé de la façon suivante :

- Monsieur Philippe Bouaziz, en qualité de président ;
- Monsieur Stéphane Conrard, également directeur général délégué et directeur financier de la Société ;
- Madame Léna Conrard ;
- Madame Viviane Neiter, administratrice indépendante ; et
- Monsieur Jean-Gérard Bouaziz.

Monsieur Alain Conrard, administrateur, Directeur général, est excusé.

A l'exception de Monsieur Alain Conrard, tous les membres du Conseil d'administration étaient présents (y compris par conférence téléphonique) ou représentés. La séance était présidée par Monsieur Philippe Bouaziz, en sa qualité de Président du Conseil d'administration. Le Président a rappelé les termes de l'Offre aux membres du Conseil d'administration tels que repris dans le Projet de Note d'Information de l'Initiateur. Les membres du Conseil d'administration ont ensuite étudié le Projet de Note en Réponse de la Société.

La délibération du Conseil d'administration contenant l'avis motivé suivant, adopté à l'unanimité des membres présents et représentés ayant participé au vote de la délibération (étant précisé que Stéphane Conrard, Philippe Bouaziz, Léna Conrard et Jean-Gérard Bouaziz ont voté dans le sens du vote de la seule administratrice indépendante du Conseil d'administration, Madame Viviane Neiter) est reproduite ci-dessous :

*« Le Président du Conseil d'administration rappelle aux membres du Conseil d'administration qu'ils ont été convoqués dans le cadre du projet d'offre publique de retrait (l'« **Offre Publique de Retrait** ») qui sera suivie d'un retrait obligatoire (le « **Retrait Obligatoire** », et, avec l'Offre Publique de Retrait, l'« **Offre** »), déposé le 24 octobre 2025 auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») par Phast Invest, société par actions simplifiée de droit français, dont le siège social est sis 22, avenue de Versailles, 75016 Paris, France, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 529 545 204 (« **Phast Invest** » ou l'« **Initiateur** »), visant la totalité des actions Prodware (les « **Actions** ») non encore détenues par l'Initiateur, en numéraire, au prix de 28 euros par Action (coupon attaché) (le « **Prix de l'Offre** »).*

Le Président du Conseil d'administration indique au Conseil d'administration qu'il lui appartient, en application des dispositions de l'article 231-19, 4° du règlement général de l'AMF, d'émettre un avis

motivé sur l'intérêt de l'Offre et sur les conséquences de celle-ci pour la Société, ses actionnaires et ses salariés. Il est rappelé qu'une part importante des membres du Conseil d'administration justifient d'un lien avec l'Initiateur et se trouvent donc en situation potentielle de conflit d'intérêts, ce qui justifie d'autant l'intervention du cabinet Finexsi, en tant qu'expert indépendant, intervenu d'une part en cette même qualité dans l'offre publique d'acquisition ayant visé la Société en 2021 et d'autre part, n'ayant réalisé aucune autre intervention pour le compte de la Société, de l'Initiateur ou de ses actionnaires au cours des 18 mois précédant sa désignation.

Le Président du Conseil d'administration précise que les documents suivants relatifs à l'Offre ont été communiqués aux membres du Conseil d'administration préalablement à la présente réunion :

- le projet de note d'information préparé par l'Initiateur (le « **Projet de Note d'Information** »), qui décrit notamment le contexte et les motifs de l'Offre, les intentions de l'Initiateur pour les douze mois à venir, les caractéristiques de l'Offre ainsi que les éléments d'appréciation du Prix de l'Offre établis par Degroof Petercam ;*
- le projet de note en réponse établi par la Société (le « **Projet de Note en Réponse** ») ; et*
- le rapport du cabinet Finexsi sur les conditions financières de l'Offre, en date du 13 novembre 2025.*

Au préalable, le Président du Conseil d'administration rappelle les diligences effectuées par le Conseil d'administration aux fins de la préparation de cet avis motivé, et notamment le processus et le fondement de la désignation d'un expert indépendant appelé à rendre un rapport sur les conditions financières de l'Offre.

i. Résumé des diligences accomplies et conclusion de l'Expert Indépendant

a. Processus et fondement de la désignation de l'Expert Indépendant

Il est rappelé que l'Offre requiert, en application des dispositions de l'article 261-1, I – 1, 2 et 4 et II du Règlement Général de l'AMF, la désignation d'un expert indépendant, compte tenu notamment (i) du contrôle de l'Initiateur sur la Société préalablement à l'Offre, (ii) des liens entre l'Initiateur et les dirigeants de la Société et (iii) des accords conclus dans le cadre de l'Offre.

Sur proposition du Président, le Conseil s'est réuni le 9 octobre 2025 et a étudié la proposition d'intervention du cabinet Finexsi, représenté par Monsieur Christophe Lambert, en qualité d'expert indépendant, compte tenu de sa renommée dans ce type d'opérations et pour ce type de missions. Il a été constaté que le cabinet Finexsi présentait les garanties d'indépendance requises par la réglementation et qu'aucun conflit d'intérêts ne s'opposait à sa désignation. Cette proposition se justifiait d'autant plus par l'intervention de Finexsi comme expert indépendant dans l'offre publique visant la Société en 2021, ce qui lui permet d'être familier de la Société et du secteur, tout en respectant les exigences d'indépendance requises.

*Les membres du Conseil, après en avoir délibéré, ont décidé de voter dans le sens du vote de la seule administratrice indépendante de la Société et de nommer, sous réserve du droit d'opposition de l'AMF de l'article 261-1-1 III de son règlement général, le cabinet Finexsi, représenté par Monsieur Christophe Lambert (l'« **Expert Indépendant** »), en qualité d'Expert Indépendant, conformément aux dispositions de*

l'article 261-1, I.- 1, 2 et 4 et II du Règlement Général de l'AMF et dans les conditions précisées à l'article 261-1-1 du Règlement Général de l'AMF et de l'article 2 de l'instruction AMF 2006-08 relative à l'expertise indépendante, avec pour mission de préparer un rapport sur les conditions financières de l'Offre.

Le cabinet Finexsi, représenté par Monsieur Christophe Lambert, a en effet été identifié comme répondant aux critères d'indépendance et de compétence requis par la réglementation applicable, en particulier compte tenu de son niveau de qualifications et d'expérience. Le Conseil ayant pris connaissance des différents dossiers sur lesquels le cabinet Finexsi était récemment intervenu, a en particulier constaté qu'il intervenait régulièrement sur ce type d'opérations et offrait toutes les garanties, tant en termes d'indépendance, de compétence et de moyens, pour exercer la mission d'expert indépendant dans le cadre de l'Offre.

Le cabinet Finexsi, par l'intermédiaire de Monsieur Christophe Lambert, a accepté le principe de cette nomination en qualité d'Expert Indépendant, et a certifié qu'il ne faisait l'objet d'aucune incompatibilité de nature à l'empêcher d'exercer cette mission.

Le 23 octobre 2025, la Société a publié un communiqué de presse relatif à la désignation du cabinet Finexsi en tant qu'Expert Indépendant.

L'AMF a été formellement informée de cette nomination le 27 octobre 2025 et ne s'est pas opposé à cette désignation.

b. Principales diligences accomplies aux fins de la préparation de cet avis motivé

Le Conseil d'administration a assuré le suivi des travaux de l'Expert Indépendant dans le cadre prévu par la réglementation applicable. Le Conseil d'administration, en l'absence de comité ad hoc, s'est notamment assuré que l'Expert Indépendant avait en sa possession l'ensemble des informations utiles pour l'exécution de sa mission et qu'il était à même de mener ses travaux dans des conditions satisfaisantes, notamment au regard du temps nécessaire à l'étude du dossier. Le Conseil indique ne pas avoir connaissance d'éléments de nature à remettre en cause le bon déroulement des travaux de l'Expert Indépendant. Par ailleurs, le Conseil a constaté qu'aucune question ou remarque d'actionnaires concernant l'Offre n'a été adressée au Conseil d'administration ou à l'Expert Indépendant, en ce compris par l'intermédiaire de l'AMF.

Le Conseil d'administration s'est effectivement assuré que l'Expert Indépendant avait eu accès au plan d'affaires sur la période 2025 à 2028 établi par le Comité de Direction de la Société et approuvé par le Conseil d'administration de la Société le 18 octobre 2025.

Ce plan d'affaires, qui a fait l'objet d'une revue par l'Expert Indépendant, constitue à la connaissance du Conseil d'administration les données prévisionnelles les plus pertinentes établies par la Société.

Il tient compte notamment des principales hypothèses suivantes :

- Une croissance du chiffre d'affaires estimée à +5,0% en 2025B, puis à environ +6,0% par an sur le reste de la période, soit un taux de croissance annuel moyen de +6,0% sur 2025B-2028E ;*
- Une diminution progressive du BFR en proportion du chiffre d'affaires compte tenu des activités Protinus et Westpole consommatrices de BFR du fait de leur typologie (achats de matériel, de*

software et de forte sous-traitance impliquant une sortie de trésorerie avant une entrée de trésorerie) ;

- Des investissements (CAPEX) en forte diminution par rapport à 2023 et 2024, à hauteur de 25 M€ par an sur l’horizon du Plan d’Affaires 2025.*

Dans le cadre de l’exécution de la mission de l’Expert Indépendant, le Conseil d’administration représenté par Monsieur Stéphane Conrard et Madame Viviane Neiter, s’est réuni avec l’Expert Indépendant le 5 novembre 2025. Lors de cette réunion, l’Expert Indépendant a confirmé au Conseil d’administration que l’ensemble des documents et informations nécessaires à la réalisation de sa mission lui avaient bien été communiqués en temps utile. L’Expert Indépendant a par ailleurs présenté aux membres du Conseil d’administration son programme de travail détaillé, les diligences accomplies dans le cadre de sa mission et l’état d’avancement de ses travaux. Les membres du Conseil d’administration ont discuté avec l’Expert Indépendant des méthodes d’évaluations financières et références utilisées et des principaux indicateurs financiers analysés au regard de la spécificité de la Société, du marché sur lequel intervient la Société et de l’environnement dans lequel elle évolue. L’Expert Indépendant, après avoir présenté au Conseil d’administration ses diligences, a communiqué au Conseil d’administration ses conclusions préliminaires sur le caractère équitable des conditions financières de l’Offre et sur sa revue des accords susceptibles d’avoir un impact sur l’appréciation de l’Offre.

c. Conclusions du Rapport de l’Expert Indépendant

« En ce qui concerne l’actionnaire de Prodware

La présente Offre Publique de Retrait au prix de 28,0 € par action Prodware sera suivie d’un Retrait Obligatoire¹¹, avec une indemnité égale au prix de l’Offre.

Ce prix d’Offre apparaît supérieur au prix de rachat des BSA 2021 émis par Phast Invest, soit 25,98 € par action Prodware calculée par transparence sur une base entièrement diluée, et détenus par les Fonds Tikehau BSA 2021, représentés par Tikehau Investment Management. Il est important de noter que cet investisseur financier avisé, accompagnant l’Initiateur depuis 2021, disposait d’un accès complet à l’information concernant Phast Invest et son sous-jacent Prodware, ses risques et opportunités, et se trouvait par conséquent, en position d’apprécier en toute connaissance de cause le prix librement négocié pour cette transaction, que nous retenons, dès lors, à titre principal.

La documentation contractuelle ne contient aucune clause d’ajustement de prix ni aucun complément de prix de quelque nature que ce soit au bénéfice des Fonds Tikehau BSA 2021, compte tenu du prix d’Offre supérieur d’environ 2 € par action, ce qui est donc favorable à l’actionnaire minoritaire.

Par ailleurs, nous considérons l’approche DCF comme la plus appropriée pour estimer la valeur intrinsèque de l’action Prodware. Le prix d’Offre extériorise une prime de +6,3% par rapport à la valeur centrale issue de cette méthode et se situe en borne haute de la fourchette du DCF retenu à titre principal. Cette approche est fondée sur le plan d’affaires du Management qui nous apparaît équilibré, compte tenu du virage stratégique qu’entreprend le Groupe depuis 2023, lequel est, à ce stade, dilutif en termes de marge opérationnelle. Nos hypothèses d’extrapolation factorisent, dans une certaine mesure, des synergies commerciales envisagées aux bornes de Protinus.

¹¹ Compte tenu du fait que Phast Invest détient déjà 93,96% du capital et 94,13% des droits de vote de la Société, supérieur au seuil de 90%.

Dès lors, la méthode DCF donne, selon nous, la pleine valeur sans avoir à supporter le risque de réalisation du Plan d'Affaires 2025, et notamment l'objectif du Management de réduction des activités « Négoce - VAR » au profit du « Software » à plus forte valeur ajoutée, lequel n'a pas encore été réalisé à date, comme le suggère la publication des résultats de Protinus au premier semestre 2025, et notamment l'érosion de la marge d'EBIT qui en découle.

La fourchette de valorisation du DCF est corroborée par le résultat de la méthode analogique des comparables boursiers selon une approche par la somme des parties et mise en œuvre à titre secondaire, en raison d'une comparabilité limitée avec les sociétés retenues dont les fondamentaux diffèrent entre les activités historiques de Prodware « Software » et le « Négoce - VAR ». Sur ce critère, le prix d'Offre fait ressortir une prime de +42,1% sur la borne basse et une décote limitée de -9,0% sur la borne haute de la fourchette de valorisation issue des multiples d'EBIT.

Le prix d'Offre fait ressortir des primes importantes comprises entre +147,8% sur le dernier cours de bourse précédant l'annonce de l'Offre et +132,6% par rapport au cours de bourse moyen 60 jours, étant précisé que cette référence est présentée à titre secondaire, uniquement dans le contexte de Retrait Obligatoire de la présente offre et compte tenu des niveaux de liquidité et de flottant très limités depuis le succès de l'OPA 2021 au prix de 8,8 € par action Prodware.

En ce qui concerne les accords connexes

L'examen des accords pouvant avoir une influence significative sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre, tels que présentés dans le projet de note d'information, à savoir (i) le pacte d'actionnaires, (ii) les engagements de non-apport à l'offre de deux Managers porteurs¹² de BSAANE, et (iii) les accords conclus dans le cadre du financement de l'OPRO, n'a pas fait apparaître de dispositions de nature à remettre en cause, selon nous, le caractère équitable de l'Offre d'un point de vue financier ».

L'Expert Indépendant a remis son rapport le 13 novembre 2025 (le « **Rapport** ») et a conclu que :

« En conséquence, et à la date du présent rapport, nous sommes d'avis que le prix d'Offre de 28,0 € par action Prodware proposé dans le cadre de l'Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de Prodware, y compris dans le cadre de la procédure de Retrait Obligatoire ».

d. Conclusions du Conseil d'administration

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

- L'Initiateur détient à ce jour, directement et indirectement : (i) 7.191.667 Actions, représentant 93,96 % du capital social et 94,13 % des droits de vote de la Société¹³ et (ii) 1.460.000 BSAANE donnant droit, en cas d'exercice, à 1.460.000 Actions nouvelles.

¹² Lesquels ne sont pas actionnaires de Phast Invest, ni de Prodware au nominatif selon le Management.

¹³ Sauf indication contraire, les pourcentages de participation en capital ou en droits de vote de la Société mentionnés dans le présent Projet de Note en Réponse sont calculés à la date de dépôt du Projet de Note en Réponse sur la base du nombre total d'Actions et de droits de vote théoriques de la Société, soit à la connaissance de la Société, conformément aux informations publiées par la Société sur son site internet au 30 septembre 2025 conformément à l'article 223-16 du Règlement Général de l'AMF, 7.654.251 Actions et 8.613.501 droits de vote théoriques compte tenu de l'existence de droits de vote double. En effet, l'article 13 des statuts de la Société prévoit que « Un droit de vote double de celui conféré aux autres actions, eu égard à la quotité de capital social qu'elles représentent, est attribué à toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il est justifié d'une inscription nominative, depuis deux (2) ans au moins, au nom du même actionnaire. ». Conformément à l'article 223-11 du règlement

- *La durée de l'Offre est fixée à dix (10) jours de négociation, conformément aux dispositions de l'article 236-7 du règlement général de l'AMF.*
- *Dans la mesure où l'Initiateur détient plus de 90 % du capital et des droits de vote de la Société, le projet d'Offre Publique de Retrait sera suivi d'un Retrait Obligatoire visant la totalité des Actions de la Société non encore détenues par l'Initiateur, selon la procédure prévue aux dispositions des articles L. 433-4, II et IV du Code monétaire et financier et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF.*
- *Dans le cadre du Retrait Obligatoire, seront transférées à l'Initiateur en contrepartie d'une indemnité en numéraire égale au Prix de l'Offre par Action (soit 28 euros par Action), nette de tous frais, les Actions non apportées à l'Offre Publique de Retrait.*
- *Le Retrait Obligatoire interviendra après (i) la clôture de l'Offre Publique de Retrait et (ii) l'expiration du délai de recours visé à l'article R. 621-44 du Code monétaire et financier.*
- *Aucune observation n'a été reçue ni par la Société, ni par l'Expert Indépendant, ni par l'AMF, de la part des actionnaires minoritaires de la Société concernant le projet d'Offre depuis l'annonce du projet d'Offre*

Le Conseil d'administration a constaté, sur la base des principales intentions de l'Initiateur pour les douze mois à venir, les éléments suivants :

- *S'agissant de l'intérêt et des conséquences de l'Offre pour la Société:*
 - *Stratégie – Politique industrielle et financière : l'Initiateur entend poursuivre la stratégie de croissance de la Société. Il n'envisage pas de modifier sa stratégie.*
 - *Gouvernance : la mise en œuvre de l'Offre ne devrait pas avoir d'impact sur la composition des organes sociaux de la Société.*
 - *Retrait obligatoire – Radiation de la cote : comme indiqué ci-avant, dans la mesure où l'Initiateur détient plus de 90 % du capital et des droits de vote de la Société, le présent projet d'Offre Publique de Retrait sera suivi d'un Retrait Obligatoire visant la totalité des Actions de la Société non encore détenues par l'Initiateur, conformément aux dispositions des articles L. 433-4, II et IV du Code monétaire et financier et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF. Dans le cadre du Retrait Obligatoire, seront transférées à l'Initiateur en contrepartie d'une indemnité en numéraire égale au Prix de l'Offre, net de tous frais, les Actions non apportées à l'Offre Publique de Retrait. Le Retrait Obligatoire entraînera la radiation des Actions d'Euronext Growth.*

Le Retrait Obligatoire vise à procéder au retrait de la Société du marché Euronext Growth, permettant de simplifier le fonctionnement opérationnel de la Société en s'exonérant des

général de l'AMF, le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de toutes les actions auxquelles sont rattachés des droits de vote, en ce compris les actions dépourvues de droit de vote telles que les actions auto-détenues.

contraintes réglementaires et administratives liées à la cotation des actions de la Société (ainsi que des coûts y afférents).

- *Fusion : l'Initiateur a indiqué ne pas envisager de fusionner avec la Société ou de procéder à toute autre forme de réorganisation.*
 - *Synergies – Gains économiques : à l'exception de l'économie liés aux coûts afférents à la cotation de la Société, l'Initiateur n'anticipe pas de synergies significatives de coûts ni de revenus dont pourrait bénéficier la Société ou l'Initiateur.*
- *S'agissant de l'intérêt et des conséquences de l'Offre pour les salariés de la Société*

Le Conseil note qu'en matière d'emploi, l'Offre s'inscrit dans une stratégie de poursuite de l'activité et de développement des activités de la Société et ne devrait pas avoir d'incidence particulière sur sa politique en matière d'emploi.

Le Conseil relève par ailleurs que l'Initiateur a indiqué dans ses intentions décrites dans le Projet de Note d'Information :

- *ne pas envisager de fusionner avec la Société ou de procéder à toute autre forme de réorganisation ;*
 - *que l'Offre n'aura pas d'incidence particulière sur la politique de la Société en matière d'emploi ;*
 - *qu'à l'exception de l'économie liés aux coûts afférents à la cotation de la Société, l'Initiateur n'anticipe pas de synergies significatives de coûts ni de revenus dont pourrait bénéficier la Société ou l'Initiateur.*
- *S'agissant de l'intérêt et des conséquences de l'Offre pour les actionnaires de la Société :*

- *Prix de l'Offre : l'Offre assurera aux actionnaires de la Société une liquidité immédiate sur l'intégralité de leurs Actions à un prix de 28 euros par Action, représentant une prime de 218,2 % par rapport au prix de 8,80 euros de l'Offre Publique d'Acquisition et une prime de 147,8 % par rapport au dernier cours de clôture de l'Action avant l'annonce de l'Offre¹⁴.*

Le Prix de l'Offre extériorise une prime de 132,6 %, 137,9 % et 134,3 % par rapport à la moyenne des cours de bourse, pondérée par les volumes de transactions, de l'Action pendant respectivement les 60, 120 et 180 jours précédant l'annonce de l'Offre¹⁵ et de 138,9 % par rapport à la moyenne des cours de bourse, pondérée par les volumes de transactions, de l'Action pendant les 250 jours de négociation avant l'annonce de l'Offre¹⁶.

Le Prix de l'Offre fait ressortir une prime sur l'ensemble des références et méthodologies de valorisation considérées dans le cadre de l'évaluation réalisée par la Banque Présentatrice de l'Offre, telle que présentée à la section 3 du Projet de Note d'Information de l'Initiateur.

¹⁴ Cours de clôture de l'Action du 22 octobre 2025.

¹⁵ Cours de clôture de l'Action du 22 octobre 2025.

¹⁶ Cours de clôture de l'Action du 22 octobre 2025.

L'Expert Indépendant a relevé que le prix d'Offre apparaissait supérieur au prix de rachat des BSA 2021 Phast Invest de 25,98€ par action Prodware calculé par transparence sur une borne entièrement diluée, et détenus par les Fonds Tikehau BSA 2021 représentés par Tikehau Investment Management. L'Expert Indépendant rappelle que la documentation contractuelle ne contient aucune clause d'ajustement de prix ni aucun complément de prix de quelque nature que ce soit au bénéfice des Fonds Tikehau BSA 2021, compte tenu du prix d'Offre supérieur d'environ 2€ par action, ce qui est donc favorable à l'actionnaire minoritaire.

Par ailleurs, l'approche DCF apparaît pour L'Expert Indépendant comme la plus appropriée pour estimer la valeur intrinsèque de l'action Prodware. Le prix d'Offre extériorise une prime de +6,3% par rapport à la valeur centrale issue de cette méthode et se situe en borne haute de la fourchette du DCF retenu à titre principal.

La fourchette de valorisation du DCF est corroborée par le résultat de la méthode analogique des comparables boursiers mise en œuvre à titre secondaire selon une approche par la somme des parties, en raison d'une comparabilité limitée avec les sociétés retenues dont les fondamentaux diffèrent entre les activités historiques de Prodware « Software » et le « Négocier - VAR ». Sur ce critère, le prix d'Offre fait ressortir une prime de +42,1% sur la borne basse et une décote limitée de -9,0% sur la borne haute de la fourchette de valorisation issue des multiples d'EBIT.

L'Expert Indépendant mentionne que le prix d'Offre fait ressortir des primes importantes sur le cours de bourse, étant précisé que cette référence est présentée à titre secondaire.

L'Expert Indépendant a conclu que les termes et conditions de l'Offre sont donc équitables pour les actionnaires minoritaires, y compris dans le cadre du retrait obligatoire.

Le Conseil constate par conséquent que l'Offre présente une opportunité pour les actionnaires minoritaires de bénéficier d'une liquidité immédiate et intégrale dans des conditions de prix considérées comme équitables par l'Expert Indépendant.

- *Politique de distribution des dividendes : il est rappelé qu'au cours des trois derniers exercices, aucune distribution de dividendes n'a été opérée par la Société. À ce stade, l'Initiateur n'envisage pas de modifier la politique de distribution de dividendes de la Société à l'issue de l'Offre. Toutefois, l'Initiateur se réserve la possibilité de la revoir. Toute modification sera décidée par le Conseil d'administration de la Société et la politique de distribution de dividendes de la Société sera déterminée conformément aux lois applicables et aux statuts de la Société, et en fonction notamment de sa capacité distributive et de ses besoins de financement.*

ii. Avis motivé du Conseil d'administration

À l'unanimité des membres présents et représentés, le Conseil d'administration :

- *prend acte de ce que l'Expert Indépendant, après avoir procédé à une approche multicritères en vue de l'évaluation de la Société, et à l'examen des accords pouvant avoir une influence significative sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre, conclut au caractère équitable de l'Offre d'un point de vue financier pour les actionnaires minoritaires ;*

- prend acte que, dans la mesure où l'Initiateur détient plus de 90 % du capital et des droits de vote de la Société, le projet d'Offre Publique de Retrait sera suivi d'un Retrait Obligatoire visant la totalité des Actions de la Société non encore détenues par l'Initiateur ;
- prend acte que le Retrait Obligatoire entraînera la radiation des Actions d'Euronext Growth permettant de simplifier le fonctionnement opérationnel de la Société en s'exonérant des contraintes réglementaires et administratives liées à la cotation des actions de la Société ;
- prend acte de ce que l'Initiateur entend poursuivre la stratégie de croissance de la Société et n'envisage donc pas de la modifier ;
- prend acte que l'Offre s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité et de développement des activités de la Société et que l'Offre ne devrait donc pas avoir d'incidence particulière sur sa politique en matière d'emploi ;
- considère, à la lumière de l'ensemble des éléments exposés ci-dessus, que l'Offre telle que décrite dans le Projet de Note d'Information demeure conforme aux intérêts : (i) de la Société, notamment dans la mesure où l'Initiateur n'entend pas modifier l'activité, la stratégie et/ou la politique industrielle, commerciale et financière de la Société, (ii) de ses actionnaires, puisque le prix proposé par l'Initiateur est considéré comme équitable par l'Expert Indépendant, et (iii) de ses salariés, puisque l'Offre ne devrait pas avoir d'incidence particulière en matière d'emploi ;

À la lumière des considérations qui précèdent, prenant acte des conclusions du rapport de l'Expert Indépendant, le Conseil d'administration, après en avoir délibéré, estime que le projet d'Offre est conforme aux intérêts de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés, et décide à l'unanimité de ses membres (les autres membres du Conseil d'Administration décidant de voter dans le même sens que la seule administratrice indépendante, Mme Viviane Neiter) :

- de recommander aux actionnaires de la Société d'apporter leurs Actions à l'Offre Publique de Retrait, étant précisé qu'en toute hypothèse, les Actions non apportées à l'Offre Publique de Retrait seront transférées à l'Initiateur dans le cadre du Retrait Obligatoire à l'issue de l'Offre en contrepartie d'une indemnité en numéraire égale au Prix de l'Offre par Action (soit 28 euros par Action), net de tout frais ;
- d'approuver le Projet de Note en Réponse qui lui a été présenté, ainsi que le projet de communiqué de presse relatif au dépôt du Projet de Note en Réponse qui lui a été préalablement transmis et qui sera publié en application de l'article 231-26 du règlement général de l'AMF ;
- donne tous pouvoirs à Monsieur Stéphane Conrard, directeur général délégué, avec faculté de subdélégation à toute personne de son choix, à l'effet de :
 - finaliser, signer et déposer auprès de l'AMF le Projet de Note en Réponse de la Société ;
 - préparer, signer et déposer auprès de l'AMF toute la documentation requise dans le cadre de l'Offre, notamment le document « Autres Informations » relatif aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société ainsi que le communiqué de presse s'y rapportant ;
 - signer toutes attestations requises dans le cadre de l'Offre ; et

- *plus généralement, faire tout ce qui sera nécessaire pour la bonne réalisation de l'Offre, notamment conclure et signer, au nom et pour le compte de la Société, toutes opérations et documents nécessaires à la réalisation de l'Offre, en ce compris tout communiqué de presse. »*

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

Aucun administrateur de la Société ne détient d'Actions.

4. ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR LE DEROULEMENT DE L'OFFRE

Sous réserve des différents accords mentionnés dans le présent Projet de Note en Réponse, la Société n'a pas connaissance d'autres accords liés à l'Offre ou qui seraient de nature à avoir un effet significatif sur l'appréciation de l'Offre ou son issue. Le lecteur est invité à se référer à la section 1.3 du Projet de Note d'Information de l'Initiateur pour une description plus détaillée des accords présentés dans la présente section.

4.1 Pacte d'Actionnaires

Comme indiqué dans le Projet de Note d'Information de l'Initiateur, les Actionnaires Historiques et Tikehau (les « **Associés** ») ont conclu un pacte d'actionnaires le 13 février 2023 (le « **Pacte** »), qui organise les relations entre les Actionnaires Historiques et Tikehau au niveau de l'Initiateur et de la Société pour une durée de quinze (15) ans.

Les principales stipulations du Pacte sont décrites à la section 1.3.1 du Projet de Note d'Information de l'Initiateur.

4.2 Engagements de non-apport à l'Offre

Deux titulaires de respectivement 157.300 et 301.000 BSAANE Managers, se sont engagés irrévocablement, aux termes d'engagements en date respectivement du 17 et du 20 octobre 2025, à ne pas apporter à l'Offre respectivement 157.300 et 200.000 des Actions qu'ils sont susceptibles de détenir au résultat de l'exercice des BSAANE Managers visés ci-dessus, soit 357.300 Actions. En conséquence, les Actions susceptibles de résulter de l'exercice de ces 357.300 BSAANE Managers ne sont pas visées par l'Offre.

4.3 Accords conclus dans le cadre du financement de l'Offre

Pour les besoins, notamment, du financement de l'Offre Publique d'Acquisition, l'Initiateur a émis le 20 octobre 2021 un emprunt obligataire d'un montant initial total de 60 millions d'euros par voie d'émission de 600 obligations (les « **Obligations 2021** ») assorties chacune d'un bon de souscription d'actions par Obligation (ensemble, les « **BSA 2021** ») et dont 466 restent en circulation à ce jour.

Par ailleurs, à la suite de la réalisation d'une augmentation de capital de l'Initiateur avec suppression du droit préférentiel de souscription intervenue le 17 février 2023, les Fonds Tikehau (tel que ce terme est défini à la section 1.3.3 du Projet de Note d'Information) détiennent également 129 actions (« **les Actions 2023** ») de l'Initiateur (les Actions 2023 et les BSA 2021 étant dénommés ensemble, les « **Titres Détenus par les Fonds Tikehau** »).

L'Initiateur a conclu un nouvel accord de financement avec les Fonds Tikehau, aux termes d'un contrat de souscription en date du 22 octobre 2025 et relatif à l'émission par l'Initiateur d'un nouvel emprunt obligataire sous forme d'obligations simples d'un montant initial total de 120 millions d'euros (les « **Obligations 2025** ») régies par les termes et conditions approuvés par les organes sociaux compétents de l'Initiateur (les « **Termes et Conditions 2025** ») et dont l'objet est (i) de permettre à l'Initiateur de financer le Prix de l'Offre, (ii) de refinancer l'intégralité des Obligations 2021 et, (iii) sous réserve de l'obtention de l'ensemble des autorisations sociales et de l'accomplissement de l'ensemble des formalités nécessaires, de financer le rachat par l'Initiateur de l'intégralité des Titres Détenus par les Fonds Tikehau.

L'Initiateur et les Fonds Tikehau ont à cet effet conclu le 13 novembre un contrat d'achat et de vente portant sur l'intégralité des Titres Détenus par les Fonds Tikehau (le « **Contrat de Vente 2025** »), précisant notamment les conditions de réalisation du rachat des Actions 2023 et des BSA 2021, les dates de réalisation de ces rachats et leurs modalités de paiement. En particulier, le Contrat de Vente 2025 prévoit (i) que le prix d'acquisition des BSA 2021 sera payé par l'Initiateur partiellement (mais principalement) par voie de compensation avec les sommes dues par les Fonds Tikehau au titre des deuxièmes et troisième fractions de souscription des Obligations 2025, (ii) que le prix d'acquisition des Actions 2023 sera payé par l'Initiateur partiellement (mais principalement) par voie de compensation avec les sommes dues par les Fonds Tikehau au titre de la troisième fraction de souscription des Obligations 2025 et, (iii) que le solde du prix d'achat des Titres Détenus par les Fonds Tikehau sera payé par des soultes en numéraire au moment du paiement de la troisième fraction de souscription des Obligations 2025.

Afin notamment d'adapter les modalités de mise à disposition de la première fraction des Obligations 2025, l'Emetteur et les Fonds Tikehau souscripteurs des Obligations 2025 sont par ailleurs convenus de procéder à certains aménagements des modalités de paiement des différentes Fraction de prix de souscription payables au titre des Obligations 2025, selon une Convention sur les Paiements en date du 13 novembre 2025 venant aménager les modalités prévues au Contrat de Souscription.

5. ÉLÉMENTS CONCERNANT LA SOCIÉTÉ SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR LE DEROULEMENT DE L'OFFRE

5.1 Structure et répartition du capital

À la date du présent projet de Note en Réponse, le capital social de la Société s'élève à 4.975.263,15 euros, divisé en 7.654.251 actions ordinaires d'une valeur nominale de 0,65 euro chacune.

À la connaissance de la Société, le capital social et les droits de vote de la Société sont répartis de la façon suivante à la date du présent Projet de Note en Réponse :

Base non-diluée

Actionnaires	Nombre d'Actions	% du capital	Nombre de droits de vote théoriques ¹⁷	% des droits de vote théorique
Initiateur	7.191.667	93,96 %	8.108.281	94,13%
Public	462.584	6,04 %	505.220	5,87 %
Total	7.654.251	100 %	8.613.501	100 %

Base diluée¹⁸ :

Actionnaires	Nombre d'Actions	% du capital	Nombre de droits de vote théoriques	% des droits de vote théorique
Initiateur	8.651.667	90,06 %	9.568.281	90,57 %
Managers après BSAANE Managers exercés	493.300	5,13 %	493.300	4,66 %
Public	462.584	4,81%	505.220	4,77 %
Total	9.607.551	100 %	10.563.801	100 %

Les caractéristiques des instruments financiers pouvant donner accès immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société ainsi que leur traitement dans le cadre de l'Offre sont décrits aux Sections 1.2.3 du présent Projet de Note en Réponse.

¹⁷ Sauf indication contraire, les pourcentages de participation en capital ou en droits de vote de la Société mentionnés dans le présent Projet de Note en Réponse sont calculés à la date de dépôt du présent Projet de Note en Réponse sur la base du nombre total d'Actions et de droits de vote théoriques de la Société, soit à la connaissance de la Société, conformément aux informations publiées par la Société sur son site internet au 30 septembre 2025 conformément à l'article 223-16 du Règlement Général de l'AMF, soit 7.654.251 Actions et 8.613.501 droits de vote théoriques. Conformément à l'article 223-11 du règlement général de l'AMF, le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de toutes les actions auxquelles sont rattachés des droits de vote, en ce compris les actions dépourvues de droit de vote telles que les actions auto-détenues.

¹⁸ Sur la base d'un capital de la Société entièrement dilué, compte tenu des 1.953.000 Actions pouvant être émises au résultat de l'exercice des 493.300 BSAANE Managers et des 1.460.000 BSAANE détenus par l'Initiateur en circulation à la date du présent Projet de Note en Réponse.

5.2 Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions

5.2.1 Obligation de déclaration de franchissement de seuils

Conformément aux dispositions des articles L. 233-7 et suivants du Code de commerce, des articles 223-11 et suivants et 223-15-1 du règlement général de l'AMF, la Société a instauré une obligation statutaire de déclaration de franchissement de seuils (article 12.IV des statuts de la Société), en vertu de laquelle, toute personne physique ou morale qui vient à posséder ou contrôler, directement ou indirectement, ou encore de concert avec d'autres actionnaires au sens de la loi, 2,5 % au moins du capital et/ou des droits de vote de la Société. Cette déclaration est renouvelée pour la détention de chaque fraction additionnelle de 2,5 % du capital et/ou des droits de vote jusqu'au seuil du cinquième du capital ou des droits de vote est tenue de le déclarer.

La déclaration doit être effectuée à la Société dans un délai de quinze jours à compter du franchissement de seuil, en indiquant si les actions sont ou non possédées pour le compte, sous le contrôle ou de concert avec d'autres personnes physiques ou morales. Cette déclaration est également effectuée dans les conditions ci-dessus chaque fois que les seuils susvisés sont franchis à la baisse.

À défaut d'avoir été déclarées dans les conditions ci-dessus, et si la demande en est faite par un ou plusieurs actionnaires détenant 2,5 % au moins du capital ou des droits de vote, les actions excédant la fraction qui aurait dû être déclarée sont privées de droit de vote dans les conditions fixées par la loi. Le ou les actionnaire(s) défaillant peuvent, pendant deux ans à compter de la régularisation de la notification de franchissement de seuil auprès de la société, être privé du droit de vote pour les actions excédant la fraction qui aurait dû être déclarée, pour toute assemblée d'actionnaires qui se tiendrait jusqu'à l'expiration de ce délai si elle a fait l'objet d'une demande, consignée dans le procès-verbal de l'assemblée générale, d'un ou plusieurs actionnaires détenant une fraction du capital ou des droits de vote de la société au moins égale au vingtième du capital ou des droits de vote.

5.2.2 Transfert d'actions et exercice des droits de vote

Aucune clause des statuts n'a pour effet de restreindre les transferts d'actions de la Société, celles-ci étant librement négociables, sous réserve des dispositions législatives ou réglementaires contraires qui seraient en vigueur.

5.2.3 Droit de vote double

L'article 13.III des statuts de la Société prévoit l'attribution d'un droit de vote double aux actions inscrites au nominatif depuis deux ans au moins au nom d'un même actionnaire.

5.2.4 Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance pouvant entraîner des restrictions sur le transfert d'actions ou l'exercice des droits de vote

A l'exception des accords décrits à la Section 4 du présent Projet de Note en Réponse, à la date du présent Projet de Note en Réponse et à la connaissance de la Société, il n'existe pas d'autres accords signés entre actionnaires qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions ou à l'exercice des droits de vote.

5.3 Clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce

A l'exception des accords décrits à la Section 4 du présent Projet de Note en Réponse, aucune clause de convention prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions de la Société et portant sur au moins 0,5 % de son capital ou de ses droits de vote n'a été portée à la connaissance de la Société en application des dispositions de l'article L. 233-11 du Code de commerce.

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

À la connaissance de la Société, à la date du présent Projet de Note en Réponse, le capital et les droits de vote de la Société sont répartis comme indiqué à la Section 5.1 ci-dessus.

5.5 Droits de contrôle spéciaux

La Société n'a pas émis de titres comportant de droits de contrôle spéciaux.

5.6 Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel

La Société ne dispose d'aucun système d'actionnariat du personnel (Fonds Communs de Placement d'Entreprise).

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

5.7.1 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration

Les règles de nomination et de révocation des membres du Conseil d'administration résultent des dispositions légales applicables aux sociétés anonymes ainsi que de l'article 15 des statuts de la Société.

Le Conseil d'administration de la Société est composé de trois membres au moins et de dix-huit membres au plus, sous réserve de la dérogation prévue par la loi en cas de fusion. À la date du présent Projet de Note en Réponse, le Conseil d'administration est composé de six membres.

Conformément à l'article L. 225-19 du Code du commerce et aux stipulations de l'article 15.I des statuts de la Société, nul ne peut être nommé membre du Conseil d'administration s'il a dépassé l'âge de 80 ans.

Les membres du Conseil d'administration sont nommés par l'assemblée générale des actionnaires de la Société, qui peut les révoquer à tout moment. La durée des fonctions d'un membre du Conseil d'administration est de trois ans.

Les membres du Conseil d'administration sont toujours rééligibles, sous réserve des dispositions légales alors applicables ou celles des statuts de la Société, relatives notamment à leur âge.

En cas de vacance, par décès ou par démission, d'un ou plusieurs sièges de membre du Conseil d'administration, le Conseil d'administration peut, entre deux assemblées générales, procéder à des nominations à titre provisoire dans les conditions prévues par les dispositions légales alors applicables.

Le membre du Conseil d'administration nommé en remplacement d'un autre ne reste en fonctions que pour le temps restant à courir du mandat de son prédécesseur.

Les nominations effectuées par le Conseil d'administration à titre provisoire sont soumises à la ratification de la plus prochaine assemblée générale ordinaire. À défaut de ratification, les délibérations prises et les actes accomplis antérieurement par le Conseil d'administration n'en demeurent pas moins valables.

Lorsqu'il ne reste plus qu'un seul ou que deux administrateurs en fonction, celui-ci ou ceux-ci, ou à défaut le ou les commissaires aux comptes, doivent convoquer immédiatement l'assemblée générale des actionnaires à l'effet de compléter le Conseil d'administration.

5.7.2 Règles applicables à la modification des statuts

L'assemblée générale extraordinaire est seule habilitée à modifier les statuts de la Société dans toutes leurs dispositions, conformément aux dispositions législatives et réglementaires en vigueur.

L'assemblée générale extraordinaire ne délibère valablement que si les actionnaires présents ou représentés ou ayant voté par correspondance possèdent au moins, sur première convocation, le quart, et, sur deuxième convocation, le cinquième des actions ayant le droit de vote. À défaut de ce dernier quorum, la deuxième assemblée peut être prorogée à une date postérieure de deux mois au plus à celle à laquelle elle avait été convoquée.

L'assemblée générale extraordinaire statue à la majorité des deux tiers des voix exprimées par les actionnaires présents, représentés ou ayant voté par correspondance. Les voix exprimées ne comprennent pas celles attachées aux actions pour lesquelles l'actionnaire n'a pas pris part au vote, s'est abstenu ou a voté blanc ou nul.

5.8 **Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres**

En dehors des pouvoirs généraux qui lui sont accordés par la loi et les statuts de la Société, le Conseil d'administration dispose des autorisations et délégations suivantes, accordées par l'assemblée générale des actionnaires :

Objet de la résolution	Montant maximal	Durée de l'autorisation
Assemblée générale des actionnaires du 17 juin 2024		
Autorisation au Conseil d'administration à l'effet de réduire le capital par annulation des actions rachetées	10 % du capital social	24 mois
Assemblée générale des actionnaires du 24 juin 2025		
Autorisation au Conseil d'administration à l'effet de faire racheter par la Société ses propres actions dans le cadre du dispositif de l'article L. 22-10-62 du Code de commerce	- 10 % du capital social - montant maximal de l'opération : 5 000 000 d'euros	18 mois

Objet de la résolution	Montant maximal	Durée de l'autorisation
Délégation de compétence pour augmenter le capital par émission d'actions ordinaires et/ou de toutes valeurs mobilières donnant accès au capital et/ou à des titres de créance avec maintien du droit préférentiel de souscription et/ou par incorporation de réserves, bénéfices ou primes	4m€ / (40m€ VMDAC)	26 mois
Délégation de compétence pour augmenter le capital par émission d'actions ordinaires et/ou de toutes valeurs mobilières donnant accès au capital et/ou à des titres de créance avec suppression du droit préférentiel de souscription par offre au public	4m€ / (40m€ VMDAC)	26 mois
Délégation de compétence en vue d'émettre des actions ordinaires et/ou de toutes valeurs mobilières donnant accès à des actions ordinaires ou à des titres de créance sans maintien du droit préférentiel de souscription, y compris par placement privé	20 % du capital par an / (40m€ VMDAC)	26 mois
Autorisation au Conseil d'administration à l'effet d'augmenter le nombre de titres à émettre dans le cadre d'une émission avec ou sans droit préférentiel de souscription des actionnaires (clause d'extension)	15 % de l'émission initiale	26 mois
Délégation de compétence à l'effet de procéder à l'émission d'actions ordinaires et/ou de toutes valeurs mobilières donnant accès au capital et/ou à des titres de créance avec suppression du droit préférentiel de souscription au profit d'une catégorie de personnes (opérations stratégiques)	4m€ / (40m€ VMDAC)	18 mois
Délégation au Conseil d'administration pour émettre des actions ordinaires et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital et/ou des titres de créance avec suppression du droit préférentiel de souscription au profit d'une ou plusieurs personnes nommément désignées par le Conseil d'administration	4m€ (40m€ VMDAC) / 30% du capital social par an	18 mois
Délégation de compétence à l'effet d'augmenter le capital social par émission d'actions ordinaires et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital avec suppression du droit préférentiel de souscription au profit des adhérents d'un plan d'épargne d'entreprise	150.000 €	26 mois

5.9 Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société

À la connaissance de la Société, aucun accord conclu par la Société ne sera modifié ou ne prendra fin en raison du changement de contrôle de la Société. Certains contrats conclus par la Société contiennent des clauses standard de changement de contrôle ; la Société n'anticipe cependant pas qu'elles soient mises en œuvre à l'occasion de l'Offre.

5.10 Indemnités de départ au profit des dirigeants en cas d'offre publique

Par une décision du Conseil d'administration en date du 7 juin 2004, il a été fixé une indemnité de révocation au Directeur Général, M. Alain Conrard, d'un montant équivalent à deux années de rémunération, calculées sur la base de la rémunération brute versée à la date de son départ, hors primes exceptionnelles.

6. RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT

Le 9 octobre 2025, le Conseil d'administration de la Société a désigné le cabinet Finexsi en qualité d'expert indépendant, conformément aux dispositions de l'article 261-1, I-1°, 2° et 4° et II du règlement général de l'AMF, avec pour mission d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre.

Ce rapport, en date du 13 novembre 2025, est intégralement reproduit en Annexe 1 et fait partie intégrante du présent Projet de Note en Réponse.

7. INFORMATIONS COMPLÉMENTAIRES CONCERNANT LA SOCIÉTÉ

Les autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société, requises par l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, seront déposées par la Société auprès de l'AMF au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre Publique de Retrait. Elles seront disponibles sur les sites Internet de la Société (<https://www.prodwaregroup.com/investisseurs/>) et de l'AMF (www.amf-france.org), et pourront être obtenues sans frais auprès de :

Prodware
45, quai de la Seine
75019 Paris

**8. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITÉ DU PRÉSENT PROJET DE NOTE
EN RÉPONSE**

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

Monsieur Alain Conrard
Directeur général

Annexe 1
Rapport de l'Expert Indépendant

Attestation d'équité

Offre Publique de Retrait (OPR) suivie d'un Retrait Obligatoire (RO) initiée par Phast Invest

prodware⁺

13 novembre 2025



Sommaire

1	Présentation de l'Opération	5
1.1	Contexte et termes de l'Opération	5
1.2	Mission du cabinet Finexsi - Expert & Conseil Financier	6
1.3	Déclaration d'indépendance	7
1.4	Diligences effectuées	7
2	Présentation de Prodware	10
2.1	Présentation de la structure actionnariale	10
2.2	Organigramme juridique de la Société	11
2.3	Rappel de l'historique du Groupe	12
2.4	Présentation des activités de Prodware	14
2.4.1	Les offres de Prodware	15
2.4.2	La présence géographique de Prodware	20
3	Caractéristiques de l'environnement économique et concurrentiel de Prodware	21
3.1	Présentation du marché global des services numériques	21
3.1.1	Définition et principales caractéristiques du secteur des services numériques	21
3.1.2	La chaîne de valeur du secteur des services numériques	22
3.1.3	Les principaux métiers du secteur des services numériques	23
3.1.4	Segmentation et caractéristiques du marché	23
3.1.5	Éléments structurants du marché	25
3.2	Présentation du marché du négoce de matériel informatique	27
3.2.1	Caractéristiques du marché du négoce de matériel informatique	27
3.2.2	Principaux acteurs du marché de la revente de matériel informatique	28
4	Analyse financière de Prodware	30
4.1	Compte de résultat consolidé de Prodware sur la période 2020-2024	30
4.2	Bilan consolidé de Prodware sur la période 2020-2024	35
4.3	Activité du premier semestre 2025	40
4.3.1	Compte de résultat consolidé de Prodware sur la période S1 2024-S1 2025	40
4.3.2	Bilan consolidé de Prodware sur la période 2024-S1 2025	41
5	Matrice SWOT	43
6	Évaluation des actions de Prodware	44
6.1	Méthodes d'évaluation écartées	44
6.1.1	Actif net comptable consolidé	44

6.1.2	Actif net comptable réévalué	44
6.1.3	La valeur de rendement (capitalisation du dividende)	44
6.1.4	La référence aux objectifs de cours des analystes	45
6.1.5	Valeur liquidative	45
6.1.6	Les transactions intervenues sur le capital : Offre Publique d'Achat 2021 et l'augmentation de capital Phast Invest datant de février 2023	45
6.1.7	Transactions comparables	45
6.2	Critères d'évaluation retenus	46
6.3	Données de référence de Prodware	47
6.3.1	Nombre de titres retenu	47
6.3.2	Éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres	47
6.4	Mise en œuvre de la valorisation de Prodware	50
6.4.1	La référence au rachat en novembre 2025 des BSA 2021 Phast Invest détenus par les Fonds Tikehau BSA 2021 (à titre principal)	50
6.4.2	Approche par l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels (à titre principal)	51
6.4.3	Méthode des comparables boursiers (à titre secondaire)	56
6.4.4	L'analyse du cours de bourse (à titre secondaire)	61
7	Synthèse de nos travaux d'évaluation	65
8	Analyse des éléments d'appréciation du prix établis par l'Établissement Présentateur	66
8.1	Choix des critères d'évaluation	66
8.2	Mise en œuvre des différentes méthodes de valorisation	67
8.2.1	Données de références	67
8.2.2	La référence au rachat des BSA 2021 Phast Invest détenus par les Fonds Tikehau BSA 2021	68
8.2.3	L'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels	68
8.2.4	Méthode des comparables boursiers	69
8.2.5	Analyse du cours de bourse	70
8.2.6	La référence à l'Actif Net Comptable	70
9	Accords connexes et autres accords pouvant avoir une incidence significative sur le prix de l'Offre	71
9.1	Le pacte d'actionnaires	71
9.2	Les engagements de non-apport à l'Offre	72
9.3	Les accords conclus dans le cadre du financement de l'Offre	73
9.3.1	Rappel du contexte	73
9.3.2	Principales modalités financières du financement	74

9.4	Autres accords dont l'Initiateur a connaissance	75
10	Analyse et appréciation des observations reçues de la part d'actionnaires minoritaires	76
11	Conclusion	77
12	Annexes	79

1 Présentation de l'Opération

1.1 Contexte et termes de l'Opération

Prodware (la « **Société** » ou le « **Groupe** ») est un acteur international de référence dans l'édition et l'intégration de logiciels de gestion, la conception et le déploiement de systèmes d'information décisionnels, ainsi que dans le développement d'applications réseau et de solutions de cybersécurité. Fondée en 1989 par Messieurs Philippe BOUAZIZ et François RICHARD, elle a été introduite en Bourse sur le marché Euronext Growth d'Euronext Paris en avril 2006 au prix de 17,90 € par action Prodware.

Pour rappel, la société *holding* Phast Invest, portant les titres Prodware et agissant de concert avec ses associés (le « **Concert** ») - Messieurs Philippe BOUAZIZ, Alain CONRARD, Stéphane CONRARD, François RICHARD et la société S&A Audit (« **les Actionnaires Historiques** ») - a déposé le 25 octobre 2021, une Offre Publique d'Achat (l'« **OPA 2021** ») sur les actions de Prodware, au prix de 8,80 € par action.

Lors du dépôt du projet d'OPA 2021, le Concert détenait :

- 2.980.715 actions, représentant 38,47% du capital et 43,67% des droits de vote théoriques de la Société ;
- 4.624 actions de préférence gratuites, donnant droit, lors de leur conversion, à 208.080 actions ordinaires, qui seront couvertes par les actions auto-détenues de la Société, représentant 0,06% du capital et 2,18% des droits de vote théoriques ; et
- 1.460.000 Bons de Souscription et/ou d'Acquisition d'Actions Nouvelles et/ou Existantes (BSAANE¹) donnant droit, en cas d'exercice, à 1.460.000 actions nouvelles.

À l'issue de l'OPA 2021, le Concert détenait directement et indirectement, 7.191.667 actions de la Société, représentant 92,82% du capital et 92,57% des droits de vote. Le Concert a donc pris le contrôle de la Société grâce au succès de l'Offre Publique d'Achat, leur ayant permis d'acquérir 54,29% du capital et 46,73% des droits de vote.

Par ailleurs, Phast Invest a procédé le 17 février 2023, à une augmentation de capital d'un montant d'environ 18 M€ avec suppression du droit préférentiel de souscription, sur la base d'une valorisation d'entreprise du sous-jacent Prodware de 300 M€. À cette occasion, les Fonds Tikehau Actions 2023² ont souscrit à hauteur d'environ 80%, soit 129 actions de Phast Invest, représentant environ 11,2% de son capital sur une base non diluée.

Compte tenu de la faible liquidité du titre Prodware depuis le succès de l'OPA 2021, Phast Invest (« **l'Initiateur** ») a décidé de déposer auprès de l'AMF le 24 octobre 2025 un projet d'Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire (l'« **OPRO** », l'« **Offre** », ou l'« **Opération** ») auprès de l'AMF au prix de 28,0 € par action Prodware.

À la date du projet de note d'information, l'Initiateur détient 7.191.667 actions de la Société, représentant 93,96% du capital et 94,13% des droits de vote, ainsi que 1.460.000 BSAANE donnant droit, en cas d'exercice, à la souscription de 1.460.000 actions nouvelles Prodware.

¹ Actions Nouvelles uniquement.

² Tikehau Direct Lending V, Tikehau Direct Lending 5L Finance, MACSF Invest (devenu Tikehau Financement Entreprises), Tikehau Direct Lending 4L et Tikehau Direct Lending 5L (« **les Fonds Tikehau Actions 2023** »).

L'Offre vise l'ensemble des actions Prodware en circulation non détenues, directement ou indirectement par l'Initiateur, soit un maximum de 598.584 actions, se décomposant comme suit :

- 462.584 actions déjà émises, représentant environ 6,04% du capital et 5,87% des droits de vote de la Société ;
- Jusqu'à 136.000 actions potentielles susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre, dans l'hypothèse de l'exercice des BSAANE attribués à certains *Managers* de la Société.

Pour rappel, la Société a procédé à l'émission de 1.953.300 BSAANE, donnant droit, en cas d'exercice, à l'attribution d'un nombre équivalent d'actions ordinaires. À la date du 31 août 2025, l'Initiateur en détenait 1.460.000³, susceptibles de donner lieu, en cas d'exercice, à l'émission de 1.460.000 actions nouvelles Prodware. Le solde, soit 493.300 BSAANE, est détenu par certains managers du Groupe (les « **BSAANE Managers** »).

En outre, deux titulaires de BSAANE Managers, détenant respectivement 157.300 et 301.000⁴ bons, se sont engagés les 17 et 20 octobre 2025 à ne pas apporter à l'Offre les 357.300 actions qu'ils seraient susceptibles de détenir à l'issue de l'exercice d'une partie de leurs bons. Ces actions qui résulteraient de l'exercice des BSAANE Managers, ne sont donc pas visées par l'OPRO. Il convient également de préciser que ces deux titulaires de BSAANE ne sont pas les Actionnaires Historiques et ne détiennent pas d'actions de Phast Invest ni directement d'actions Prodware au nominatif selon le *Management*.

1.2 Mission du cabinet Finexsi - Expert & Conseil Financier

Dans le cadre de ce projet d'Offre Publique de Retrait (OPR), suivie d'un Retrait Obligatoire (RO), le Conseil d'administration de Prodware du 9 octobre 2025 a désigné le cabinet Finexsi - Expert & Conseil Financier (« **Finexsi** ») en qualité d'Expert indépendant chargé d'apprécier le caractère équitable des conditions financières de l'Offre.

Le Conseil d'administration de Prodware ne comptant parmi ses membres qu'une seule administratrice indépendante, les conditions visées par les dispositions de l'article 261-1, III° du Règlement Général de l'AMF ne sont pas réunies, de sorte qu'aucun Comité *ad hoc* ne peut être désigné. Par conséquent, notre nomination en qualité d'Expert indépendant a été soumise à la non-opposition de l'AMF, conformément aux dispositions de l'article 261-1-1 de son Règlement Général et de l'article 2 de l'instruction AMF DOC-2006-08.

Notre désignation a été effectuée sur le fondement des articles 261-1 I et II et 261-1-1 I du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers (« **l'AMF** ») en raison (i) du fait que la Société est déjà contrôlée par l'Initiateur (article 261-1 I 1°) (ii) de l'existence d'accords entre les dirigeants de la Société et l'Initiateur de l'Offre (article 261-1 I 2°), (iii) de l'existence d'accords et opérations connexes susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix de l'Offre (article 261-1 I 4°), (iv) de l'intention de l'Initiateur de demander la mise en œuvre d'un Retrait Obligatoire à l'issue de l'Offre (article 261-1 II) et (v) de la proposition de désignation de l'Expert indépendant à l'AMF, la Société n'étant pas en mesure de constituer un Comité *ad hoc* (article 261-1-1 I).

³ La date limite d'exercice des 1 460 000 BSAANE déjà détenus par Phast Invest s'établit au 30 juin 2027 au plus tard, soit dans moins de deux ans.

⁴ Le titulaire des 301 000 BSAANE s'est engagé à ne pas apporter les 200 000 actions Prodware qui résulteraient de l'exercice des BSAANE qu'il détient.

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

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

1.3 Déclaration d'indépendance

Le cabinet Finexsi - Expert & Conseil Financier, ainsi que ses *Partners* :

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

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

Nous rappelons que le cabinet Finexsi - Expert & Conseil Financier avait été désigné en qualité d'Expert indépendant par le Conseil d'administration de Prodware du 13 septembre 2021 dans le cadre de l'OPA 2021 initiée par Phast Invest sur les titres de la Société. Cette mission s'est achevée avec la remise de notre attestation d'équité en date du 2 novembre 2021.

Depuis cette dernière intervention, le cabinet Finexsi - Expert & Conseil Financier n'a effectué aucune intervention de quelque nature pour le compte de la Société, de l'Initiateur ou de ses actionnaires.

1.4 Diligences effectuées

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

- La prise de connaissance détaillée de l'Opération, de ses modalités et du contexte spécifique dans lequel elle se situe ;
- L'examen de la performance financière historique de Prodware ;
- L'analyse des risques et opportunités identifiés pour Prodware susceptibles d'affecter sa valorisation, dont la synthèse est présentée sous la forme d'une matrice *SWOT* ;
- La détermination et la mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritère de Prodware, comprenant notamment :
 - Le choix motivé des critères d'évaluation (exclus/retenus) ;
 - L'analyse du rachat des Actions 2023⁵ et des BSA 2021⁶ Phast Invest détenus respectivement par les Fonds Tikehau Actions 2023 et les Fonds Tikehau BSA 2021⁷ ;
 - L'analyse détaillée des comptes historiques, du budget et du plan d'affaires du Groupe avec le *Management*, intégrant l'identification des hypothèses clés considérées et l'appréciation de leur pertinence, permettant la mise en œuvre d'une modélisation des flux futurs de trésorerie (« **Discounted Cash Flows** » ou « **DCF** ») ;
 - Des tests de sensibilité sur les hypothèses structurantes considérées ;
 - L'identification des comparables boursiers et transactionnels, ainsi que l'exploitation de l'information disponible les concernant notamment à partir de nos bases de données financières ;
 - L'analyse de l'évolution du cours de bourse sur une période pertinente ;
- Sur ces bases, l'examen du positionnement du prix de l'Offre par rapport aux résultats des différents critères d'évaluation retenus ;
- L'analyse critique et indépendante du rapport d'évaluation préparé par l'établissement présentateur de l'Offre, Degroof Petercam (l'« **Établissement Présentateur** ») ;
- L'analyse des accords et opérations connexes susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix de l'Offre ;
- L'analyse des observations formulées dans les courriers reçus des actionnaires minoritaires ;
- L'établissement d'un rapport, dont la conclusion est présentée sous forme d'une attestation d'équité à destination du Conseil d'administration de Prodware, exposant les travaux d'évaluation des actions de la Société et notre opinion quant au caractère équitable du prix d'Offre.

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

⁵ À la suite de l'augmentation de capital de l'Initiateur, réalisée le 17 février 2023 avec suppression du droit préférentiel de souscription, les Fonds Tikehau ont souscrit à 129 actions de l'Initiateur (« **Actions 2023** »).

⁶ Le 20 octobre 2021, dans le cadre du financement de l'OPA 2021, l'Initiateur a procédé à l'émission d'un emprunt obligataire composé de 600 obligations, chacune assortie d'un bon de souscription d'actions Phast Invest (« **BSA 2021** »).

⁷ Prima EU Crédit Fund, SC TKH EU PD S.A R.L., Tikehau Direct Lending V, Tikehau Direct Lending V - EI, Tikehau Direct Lending 5L Finance, Tikehau Impact Direct Lending, MACSF (devenu Tikehau Financement Entreprises) et Tikehau Direct Lending 4L Finance (SCSp) (« **les Fonds Tikehau BSA 2021** »).

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

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

2 Présentation de Prodware

Prodware est une société anonyme à Conseil d'administration, dont le siège social se situe au 45 Quai de la Seine à Paris (75019), et immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 352 335 962.

La Société a été créée en 1989 et a été introduite en bourse le 7 avril 2006. Depuis cette date, les titres de Prodware sont admis aux négociations sur le marché Euronext Growth d'Euronext Paris (Code ISIN : FR 0010313486).

Prodware clôture son exercice fiscal de douze mois au 31 décembre de chaque année.

2.1 Présentation de la structure actionnariale

Au 31 décembre 2024, le capital social de la Société s'élève à 4 975 263,15 €, divisé en 7.654.251 actions toutes d'une valeur nominale de 0,65 €. Les actions ordinaires détenues depuis plus de deux ans au nominatif (soit 959.579 actions) bénéficient d'un droit de vote double.

La répartition du capital et des droits de vote théoriques de Prodware se présente comme suit selon le projet de note d'information sur une base non diluée :

Tableau 1 - Structure actionnariale du Groupe à la date du Projet de note d'information déposé par l'Initiateur le 24 octobre 2025

Actionnariat	Capital		Droits de vote théoriques	
	Nombre	en %	Nombre	en %
Phast Invest SAS	7 191 667	93,96%	8 108 281	94,13%
Public	462 584	6,04%	505 220	5,87%
Total	7 654 251	100%	8 613 501	100%

Source : *Projet de note d'information*

Comme susmentionné, la Société a émis 1.953.300 BSAANE⁸ donnant droit, en cas d'exercice, à l'attribution de 1.953.300 actions ordinaires. Au 31 août 2025, l'Initiateur en détient 1.460.000 donnant droit, en cas d'exercice à 1.460.000 actions nouvelles Prodware. Le solde, soit 493.300 BSAANE étant les BSAANE Managers susmentionnés.

Parmi ses 493.300 BSAANE Managers, aucun n'est cessible, leurs titulaires ne peuvent pas les céder dans le cadre de l'Offre. De plus, jusqu'à 136.000 actions potentielles sont susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre, dans l'hypothèse de l'exercice des BSAANE attribués auxdits titulaires. Le reliquat représentant 357.300 actions Prodware résultantes de l'exercice des 357.300 BSAANE Managers détenus par deux titulaires, n'est pas visé par l'Offre, dans la mesure où ces deux titulaires se sont engagés à ne pas apporter à l'Offre les actions qu'ils pourraient détenir après exercice de leurs droits.

Il est important de noter que les 1.460.000 BSAANE déjà détenus par l'Initiateur n'ont pas vocation à être annulés, ce qui nous a été confirmé par l'Initiateur. L'exercice de ces BSAANE pourra notamment permettre l'injection de fonds propres dans Prodware. Cette faculté pourra, le cas

⁸ 536.000 BSAANE ont été émis le 14 mars 2016 avec un prix d'exercice de 8,10 €, 510.000 BSAANE le 28 avril 2017 avec un prix d'exercice de 8,10 €, 560.000 BSAANE le 30 juin 2017 avec un prix d'exercice de 8,32 €, et 347.300 BSAANE le 16 octobre 2018 avec un prix d'exercice de 13,19 €.

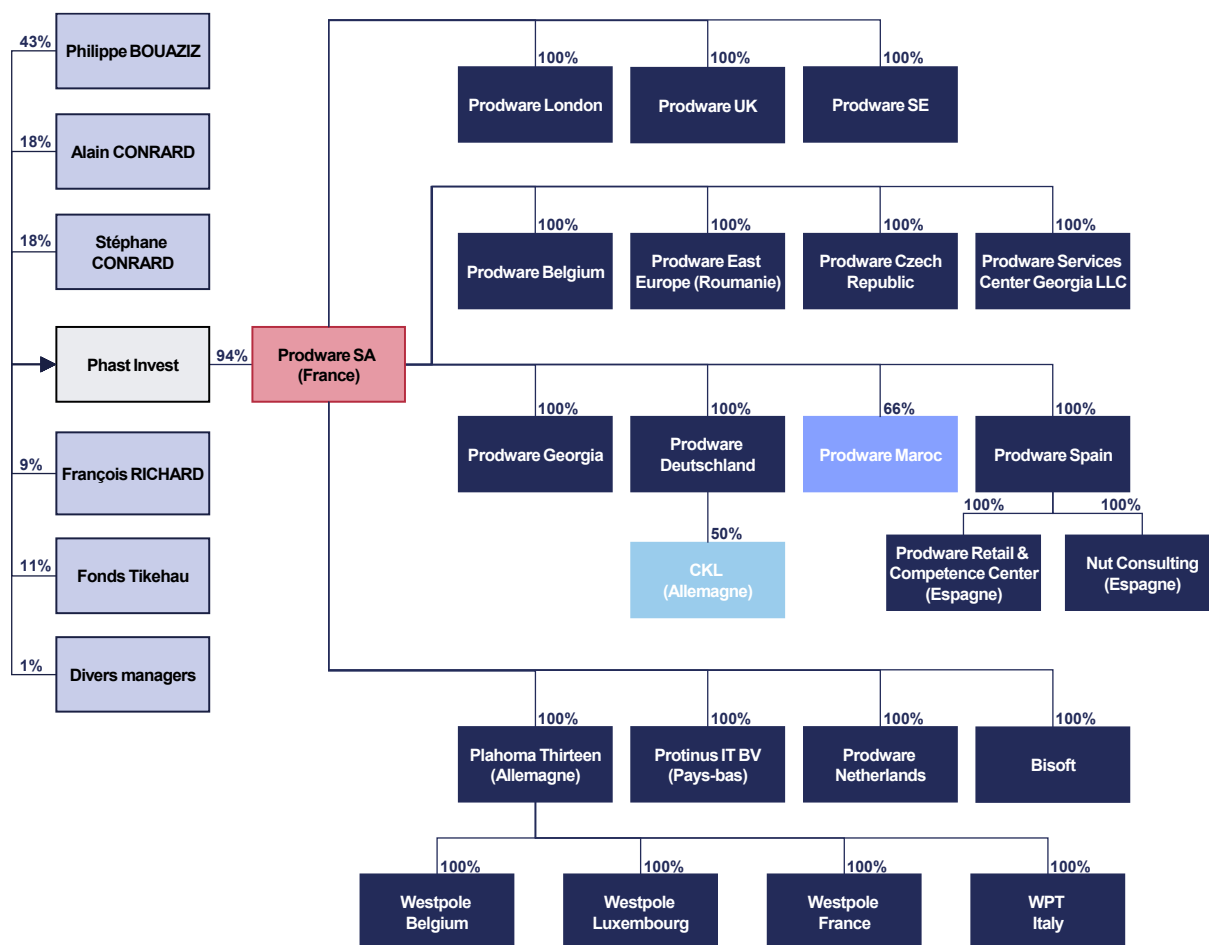
échéant, donner une marge de manœuvre supplémentaire au Groupe dans la gestion de ses covenants bancaires, dans un contexte où le niveau d'endettement du Groupe demeure significativement élevé par rapport à ses comparables.

Il est à noter que le nombre d'actions et de BSAANE composant le capital de la Société n'a pas évolué depuis le 30 juin 2025.

2.2 Organigramme juridique de la Société

Nous présentons ci-après l'organigramme juridique de Prodware au 30 septembre 2025 :

Figure 1 - Organigramme juridique du Groupe au 30 septembre 2025



Source : Société

2.3 Rappel de l'historique du Groupe

Figure 2 - Historique de la Société Prodware



Sources : Rapport de gestion 2024, comptes consolidés 2024, site internet et Analyses Finexsi

Fondée en 1989, Prodware s'est spécialisée dans l'ingénierie logicielle et la mise en place de réseaux informatiques. En 1995, le Groupe amorce une nouvelle étape de son développement en nouant des partenariats, notamment avec Sybel et Saari (acquis par Sage⁹ la même année), afin de développer une expertise dans l'intégration de progiciels de gestion destinés aux petites et moyennes entreprises (« **PME** »).

⁹ Solutions de gestion commerciale, financière et des ressources humaines pour les petites et les moyennes entreprises.

À partir de 1997, Prodware s'impose comme l'un des principaux intégrateurs en France des solutions de gestion Sage et Microsoft Dynamics. En 1999, un nouveau partenariat stratégique est conclu avec Navision (devenu par la suite une solution Microsoft), permettant au Groupe d'élargir son offre et de répondre aux besoins des PME en matière de progiciels de gestion.

Dès le début des années 2000, le *Management* a engagé un repositionnement stratégique du Groupe, faisant évoluer son modèle, initialement axé sur les processus industriels et la *R&D*, vers une organisation davantage tournée vers les fonctions commerciales et *marketing*. Cette transformation s'appuie sur (i) une politique de croissance externe permettant d'atteindre une taille critique sur le marché français (acquisitions de LGSF, Sillage, Thesia, Datasoft, etc.), (ii) un élargissement de la base clients et (iii) un renforcement du réseau de distribution.

Dans cette dynamique, Prodware commence à développer ses propres solutions logicielles verticales, principalement sur base Microsoft, afin de répondre aux besoins spécifiques de certains secteurs non couverts par les progiciels standardisés (comme Sage ou Microsoft Dynamics). Cette stratégie se concrétise en 2004 avec le lancement de Naviloc, un logiciel vertical conçu pour les entreprises spécialisées dans la location de biens industriels.

Entre 2005 et 2006, de nombreuses acquisitions ont également permis de renforcer cette mutation, d'intégrateur à éditeur, avec notamment Syliance, Tesco, M2I, Edic, 3S, Sefrogi et Interface Data.

C'est dans ce contexte que les actions Prodware ont été admises le 7 avril 2006 sur le marché Alternext (aujourd'hui Euronext Growth) d'Euronext Paris au prix de 17,9 €, tandis que le Groupe poursuivait en parallèle, sa politique d'acquisitions.

Dans le cadre de son évolution stratégique, Prodware a progressivement évolué d'un rôle de distributeur/intégrateur vers celui d'éditeur de solutions logicielles à forte valeur ajoutée. Cette transformation s'est appuyée sur la conception de ses propres solutions, conçues pour s'intégrer aux plateformes existantes, notamment Microsoft Dynamics et .NET.

En 2014, le Groupe a poursuivi cette évolution en réorganisation de son offre par grands secteurs d'activité (*retail*, distribution, services professionnels, services financiers, etc.).

À partir de 2017, la Société s'affirme comme un acteur de référence sur l'ensemble de la chaîne de valeur de la transformation digitale. Elle a élargi son offre, allant de l'édition et de l'intégration de solutions au conseil et aux services managés¹⁰, tout en faisant évoluer son modèle technologique vers le *Cloud* et le *SaaS*. Cette transition s'est traduite par le passage de la vente de licences « *On Premise* » à l'abonnement *SaaS*¹¹.

En 2018, Prodware a mis fin à sa *joint-venture* israélienne *Retail & Digital Venture*, récupérant les actifs logiciels initialement apportés en 2016 (pour un montant d'environ 61 M€).

L'année 2021 a été marquée par l'Offre Publique d'Achat initiée par le Concert. Proposée au prix de 8,8 € par action Prodware, cette opération a permis à Phast Invest de renforcer sa position au capital, portant sa participation à près de 92,9%, soit 4.013.889 actions.

En 2023, la Société a poursuivi sa stratégie de croissance externe à travers l'acquisition de plusieurs entités notables, notamment : (i) **Plahoma 13**, (ii) **Protinus IT**, (iii) le **fonds de commerce de MSG (Ma Solution Gestion)**, ainsi que (iv) **Nut Consulting**.

¹⁰ Les prestataires de services managés sont spécialisés dans la surveillance et la gestion des systèmes et des infrastructures de sécurité des sociétés.

¹¹ Plus de 90% des nouveaux clients du Groupe adoptent le modèle *SaaS*.

En 2024, la Société a engagé un recentrage stratégique de ses activités. Prodware se positionne désormais sur les *Business Applications* et les métiers associés (*Data*, l'Intelligence Artificielle (« *l'IA* »), *BI*, *Cloud* Public, services de cybersécurité, etc.), tandis que Westpole et Protinus se concentrent autour des Services publics, des Entreprises et des Organisations Internationales.

Dans le prolongement de cette réorientation, la Société a mis fin, en mai 2024, à son partenariat historique avec Autodesk, à la suite de la cession de l'activité Prodware Innovation Design, qui y était rattachée.

2.4 Présentation des activités de Prodware

Prodware est un acteur international de référence dans l'édition et l'intégration de logiciels de gestion, la conception et le déploiement de systèmes d'information décisionnels, ainsi que dans le développement d'applications réseau et de solutions de cybersécurité.

Fort de son expertise technologique et de sa connaissance des métiers, le Groupe accompagne les entreprises - en particulier les PME et ETI - dans leurs projets d'innovation et de transformation digitale. Son offre combine à la fois des logiciels métiers couvrant les fonctions transversales (paie, RH, *marketing*, système d'information, etc.) et des solutions verticales adaptées aux besoins spécifiques de chaque secteur.

Comme indiqué précédemment, la Société a engagé en 2024 un recentrage stratégique de ses activités, avec une offre complète « **One Stop Shop**¹² », fondée sur le plan « *One Market, One Brand* » lancé par Phast Invest. Cette nouvelle orientation a pour objectif de consolider la position de chaque marque du Groupe sur son marché propre, tout en favorisant les synergies commerciales et le développement des ventes croisées entre les différentes entités.

Dans ce cadre, Prodware a cédé plusieurs activités dont :

- **Prodware Innovation Design**, durant le 1^{er} semestre de 2024, spécialisée dans la distribution, l'intégration et le support de logiciels de conception assistée par ordinateur destinés aux secteurs de l'architecture, de l'ingénierie et de la construction ;
- Ses activités de **Cloud privé et de télécommunications** en France et en Belgique, transférées à Adista, spécialisée dans le *Cloud*, la connectivité et la cybersécurité.

Prodware recentre désormais son activité sur les **Business Applications** et les domaines technologiques associés - activités historiques du Groupe - tels que la *Data*, l'Intelligence Artificielle, la *Business Intelligence*, le *Cloud* public et la cybersécurité (« **Software** ») (29,2% du chiffre d'affaires 2024). Parallèlement, grâce aux acquisitions de Protinus et de Westpole (Plahoma 13), le Groupe s'est positionné sur le **négoce de matériel informatique** à destination des secteurs publics, des entreprises et des organisations internationales (environ 71% du chiffre d'affaires 2024¹³).

¹² Le « *One Stop Shop* » est un concept où un client peut obtenir tous les produits ou services dont il a besoin en un seul lieu, évitant ainsi de recourir à plusieurs fournisseurs.

¹³ Cette activité est désignée sous l'appellation « *Marché Public* » ou « *Managed Sourcing* » dans la communication financière du Groupe.

2.4.1 Les offres de Prodware

Afin de répondre pleinement aux besoins de ses clients, le Groupe regroupe son offre sous la bannière commerciale « Phast », articulée autour de trois marques : **Prodware**, **Westpole** et **Protinus**.

Prodware (29% du chiffre d'affaires 2024)

Prodware joue un rôle central dans la transformation digitale des entreprises en proposant une offre complète de services de conseil et de solutions technologiques. L'activité principale de Prodware consiste à intégrer des applications métiers (ERP, CRM, paie, etc.) tout en développant ses propres solutions logicielles propriétaires.

En complément de son expertise dans les *Business Applications*, Prodware propose également une gamme de services dans les domaines de la *Data*, de l'IA, des solutions collaboratives, du développement applicatif, des infrastructures et de la cybersécurité. Dans une approche globale couvrant l'ensemble de la chaîne de valeur informatique, la Société propose aussi des services de conseil, l'implémentation de solutions, des services managés et de l'édition logicielle.

En matière d'édition logicielle, Prodware conçoit et développe ses propres solutions à partir des plateformes Microsoft, organisées autour de trois grands axes :

- **Les logiciels sectoriels verticaux** : la Société enrichit des ERP ou CRM existants, en y intégrant des fonctionnalités spécifiques à un secteur d'activité grâce à des modules complémentaires ;
- **Les logiciels métiers** : ces solutions, construites à partir de briques logicielles internes, répondent à des besoins communs à plusieurs secteurs tels que la gestion de la paie, des ressources humaines, du *marketing* ou des systèmes d'information ;
- **Les logiciels d'interfaçage et connecteurs** : ces outils assurent la communication entre différents logiciels ou systèmes d'information (par exemple entre un logiciel métier et un ERP), garantissant la compatibilité et l'intégration des données, notamment *via* SQL Server.

Prodware adresse une clientèle diversifiée, opérant dans de multiples secteurs d'activité. L'Industrie et le Commerce représentent chacun environ 25% du chiffre d'affaires, tandis que la Distribution en constitue près de 20%. Les 30% restants se répartissent entre les Autres Secteurs (25%) et la Banque-Assurance (5%).

Figure 3 - Présentation des principaux clients de Prodware



Source : Société

Dans le cadre de son activité, Prodware s'appuie sur des partenariats stratégiques avec de grands éditeurs technologiques parmi lesquels :

- Microsoft** : partenaire privilégié de longue date, Prodware s'est imposé comme un acteur incontournable des solutions *Microsoft Dynamics*. Le Groupe propose des solutions de gestion adaptées aux modèles organisationnels de ses clients (ERP et CRM), reposant sur l'écosystème Microsoft - *Dynamics 365*, *Office 365*, *Azure* et *Power BI* - afin d'optimiser leur performance et d'accélérer leur transformation digitale. Cette expertise est reconnue par la certification *ScoreFact* sur les systèmes ERP (*Microsoft Dynamics 365*, *Finance and Operations*, CRM) et par l'intégration de Prodware au cercle des partenaires « *Inner Circle* » de *Microsoft Business Applications* ;
- Sage** : premier partenaire de l'éditeur dans les pays francophones, Prodware est certifié *ScoreFact* depuis 2019 pour la solution Sage FRR1000 *Cloud*, gage de la qualité et de la reconnaissance de son expertise.

Figure 4 - Présentation des principaux partenariats de Prodware



Source : Société

En 2024, les activités regroupées sous la marque « Prodware » ont réalisé un chiffre d'affaires de 195 025 k€ et un EBIT de 47 272 k€, soit une marge de 24,2%.

Protinus (63% du chiffre d'affaires 2024)

Protinus est un acteur majeur du secteur des services informatiques aux Pays-Bas, intervenant auprès des grandes organisations publiques, internationales et des grandes entreprises. La Société opère principalement dans le cadre d'appels d'offres pluriannuels afin de répondre aux besoins de ses clients en matière de (i) matériel informatique, (ii) logiciels et (iii) solutions commerciales.

L'offre de Protinus s'articule autour de quatre axes principaux :

- Le **Hardware** (« **Front-End** » et « **Back-End** »)¹⁴ : la société gère l'ensemble du cycle de vie des équipements matériels, de l'approvisionnement à la maintenance. Ses prestations couvrent également la conception, la configuration et le déploiement d'infrastructures complètes - réseaux, serveurs, solutions de stockage, systèmes de sauvegarde et centres de données - ainsi que leur installation et leur maintenance ;
- Le **Software** : la Société gère des contrats relatifs à la fourniture et à la mise en œuvre de logiciels standards (*COTS*¹⁵), incluant principalement la vente de licences, les contrats de support ainsi que les solutions *Cloud* ;
- **L'intégration** de services et solutions couvrant l'*Internet of Things*, le *Cloud*, les *SaaS*, l'IA, et le *Smart Building*¹⁶ ;
- Les **compétences humaines** : la Société propose des services de conseil venant compléter son offre.

La Société repose sur un modèle de type « *Managed Sourcing* », articulé autour de trois piliers : (i) *Find* (identifier les meilleurs fournisseurs), (ii) *Connect* (les mettre en relation avec les besoins des clients) et (iii) *Enhance* (optimiser et valoriser les offres).

Son modèle économique repose sur une offre entièrement externalisée : Protinus se concentre sur les phases à forte valeur ajoutée - le conseil initial et le pilotage du projet - tandis que la mise en œuvre opérationnelle est assurée par un réseau de partenaires, comprenant des éditeurs de logiciels, des fournisseurs de matériel et des prestataires spécialisés, parmi lesquels figurent notamment Microsoft, HP, Dell ou encore AWS. Cette position lui confère un rôle central dans la coordination des différents acteurs partenaires et sous-traitants.

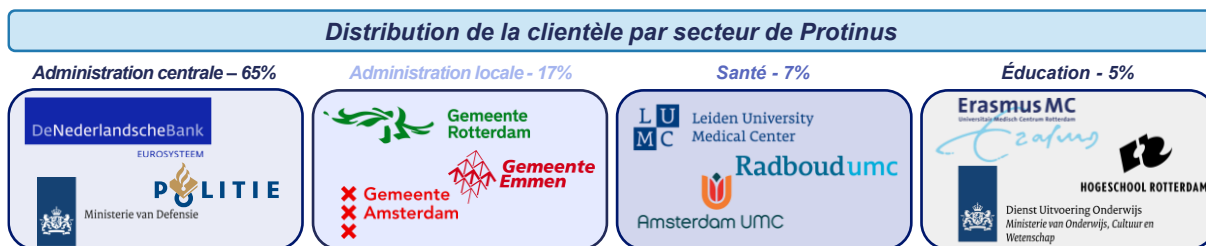
Parmi ses clients de référence, Protinus accompagne notamment les villes d'Amsterdam et de Rotterdam dans la modernisation de leurs systèmes d'information et de leurs services numériques. Grâce à son écosystème de partenaires experts en *Cloud*, cybersécurité et service *management*, la Société a su déployer des solutions adaptées aux besoins spécifiques de ces collectivités.

¹⁴ Le *Front-End Hardware* regroupe les équipements directement en interaction avec l'utilisateur. À l'inverse, le *Back-End Hardware* correspond aux composants en charge du traitement, du stockage et de la gestion des données.

¹⁵ Les *COTS* (« *Commercial Off-The-Shelf* ») désignent des logiciels prêts à l'emploi ne nécessitant aucune modification.

¹⁶ Un *Smart Building* désigne un bâtiment connecté utilisant des technologies numériques afin d'améliorer et optimiser sa gestion.

Figure 5 - Présentation des principaux clients de Protinus



* 6% restant = Corporate

Source : Société

Cette acquisition s'inscrit dans la stratégie de croissance de Prodware en renforçant sa présence sur le marché néerlandais. Elle permet également d'accélérer le développement du Groupe auprès des grandes entreprises et du secteur public, segments sur lesquels Protinus se distingue par sa maîtrise des dimensions juridiques et opérationnelles des marchés publics.

En 2024, Protinus contribue au chiffre d'affaires consolidé à hauteur de 422 M€, pour un EBIT de 8 M€, soit une marge opérationnelle de 2%.

Plahoma 13 - Westpole (8% du chiffre d'affaires 2024)

Westpole, filiale de la *holding* Plahoma 13, est un partenaire technologique des grands comptes privés, publics et des organisations internationales, principalement implanté en Belgique et au Luxembourg, mais également présent en France et en Italie. La société propose des solutions en matière de *Cloud*, de cybersécurité et de *management*. À la clôture de l'exercice 2024, elle contribue à hauteur d'environ 52 M€ au chiffre d'affaires consolidé du Groupe.

Westpole développe son activité à la fois au travers d'appels d'offres et par le suivi de sa clientèle existante. Son offre couvre l'ensemble du spectre technologique : équipements matériels (stockage, réseau, etc.), logiciels (virtualisation, collaboration, cybersécurité, etc.) et solutions avancées telles que l'infrastructure hybride, les applications modernes et l'IA. Elle gère par ailleurs des systèmes d'information critiques pour les institutions publiques en Belgique et au Luxembourg, ainsi que pour de grands acteurs des secteurs industriel et bancaire.

Figure 6 - Présentation des principaux clients de Westpole



Source : Société

La société Westpole axe son activité sur l'intégration de solutions développées par ses partenaires¹⁷, plutôt que sur la création de solutions propriétaires. Elle structure son expertise autour de trois axes principaux :

¹⁷ Parmi les principaux partenaires de Westpole figurent notamment IBM, HP, Dell et Lenovo.

- **Data-centric** : valoriser et exploiter les données pour offrir aux clients une gestion de l'information fluide, automatisée et sécurisée ;
- **Cloud-enabled** : transformer et adapter les infrastructures et applications existantes pour faciliter la migration vers le *Cloud* ;
- **Cloud-native** : concevoir et déployer des solutions optimisées pour les environnements *Cloud*.

Le rapprochement avec Westpole a permis au Groupe de consolider ses positions et d'étendre sa présence géographique, notamment en Italie. Il a également contribué à enrichir son portefeuille de produits et de services, particulièrement dans les domaines du *Cloud*, de la cybersécurité et de la *Compliance*, où Westpole dispose d'une expertise reconnue. Cette opération ouvre en outre l'accès à de nouveaux marchés, tels que le secteur public et le secteur bancaire.

En 2024, Westpole contribue au chiffre d'affaires consolidé à hauteur de 52 M€, pour un EBIT de 2 M€, soit une marge de 3%.

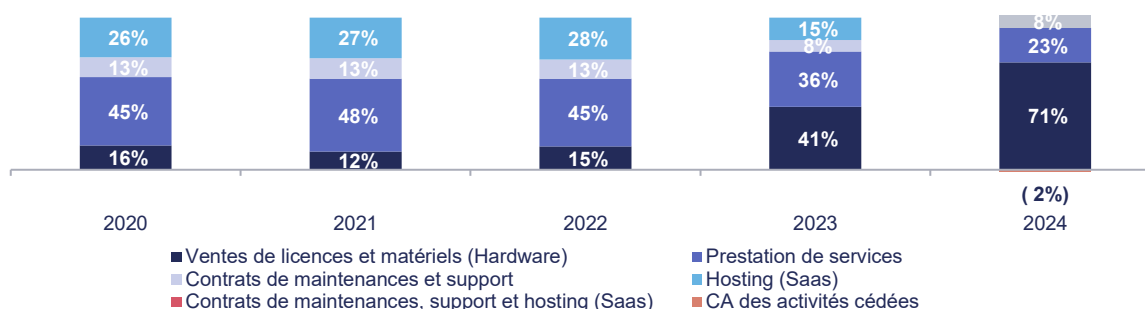
Autre segmentation

Historiquement, le Groupe présentait son chiffre d'affaires selon quatre catégories : (i) les ventes de licences et de matériels (*hardware*), (ii) les prestations de services, (iii) les contrats de maintenance et support et (iv) le *hosting* (*SaaS*).

Les cessions d'activités et le recentrage stratégique menés par Prodware ont conduit à une évolution de la présentation du chiffre d'affaires. Comme évoqué, la Société a adopté en 2024 une nouvelle segmentation en trois pôles. Celle-ci regroupe désormais les contrats de maintenance et de support avec les activités de *hosting* (*SaaS*). Ce changement répond à la diminution des ventes de licences traditionnelles de type *On-Premise*, et vise à renforcer la lisibilité et l'efficacité du *reporting* financier.

On observe dès 2023 une forte progression du segment « Ventes de licences et matériels (« *hardware* ») », passé de 15% en 2022 à 41% en 2023, puis à 71% en 2024, sous l'effet des acquisitions de Protinus et de Westpole.

Figure 7 - Répartition du chiffre d'affaires par secteur depuis 2020

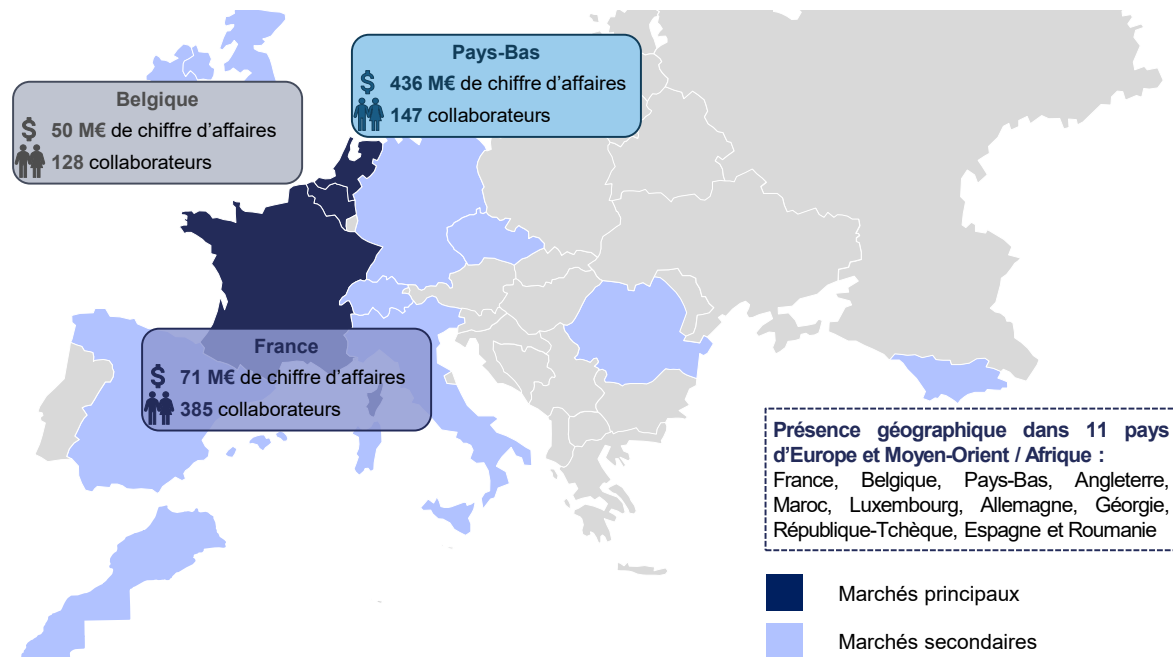


Sources : Comptes consolidés 2020 à 2024

2.4.2 La présence géographique de Prodware

Le Groupe compte près de 1 420 collaborateurs et accompagne plus de 15 000 clients répartis dans 11 pays à travers l'Europe, le Moyen-Orient et l'Afrique. Historiquement implantée en Île-de-France, la Société a développé sa présence internationale au fil du temps en s'appuyant sur une stratégie alliant croissance organique et croissance externe. Les acquisitions de Protinus et de Westpole ont marqué des étapes clés de ce développement international, permettant au Groupe de s'implanter sur de nouveaux marchés stratégiques, notamment en Belgique, et de renforcer sa présence au Luxembourg et aux Pays-Bas.

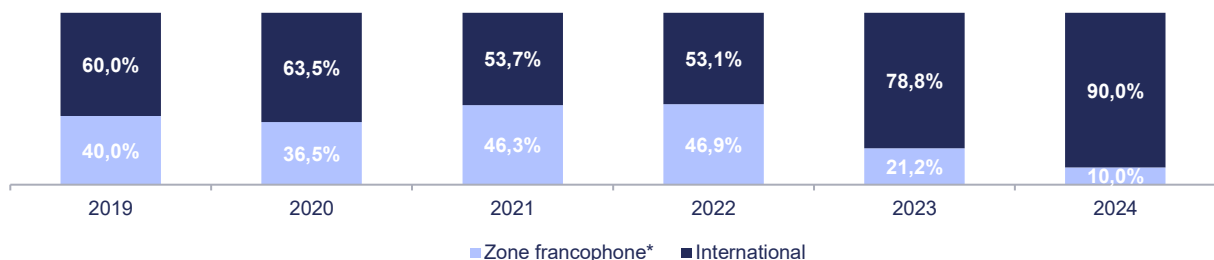
Figure 8 - Implantation géographique du Groupe pour l'exercice 2024



Sources : site Internet et analyses Finexsi

Au 31 décembre 2024, 10,0% du chiffre d'affaires de la Société est généré en zone francophone (incluant le Maghreb), contre 90,0% à l'international, dont la part est en progression constante comme l'illustre le graphique ci-après. Cette dynamique est portée par la forte croissance des activités à l'export en 2023, conséquence directe de l'intégration des nouvelles entités acquises¹⁸.

Figure 9 - Évolution du chiffre d'affaires en France et à l'international depuis 2019



* Incluant le Maghreb

Sources : Comptes consolidés de 2019 à 2024

¹⁸ À savoir Plahoma 13, Protinus IT, MSG (Ma Solution Gestion) et Nut Consulting.

3 Caractéristiques de l'environnement économique et concurrentiel de Prodware

Afin de mieux appréhender la dynamique d'ensemble du Groupe et l'évolution de son positionnement, l'analyse qui suit distingue deux axes complémentaires.

La première partie (§3.1) est consacrée au marché global des ESN au sens large en ce compris l'édition de logiciels et l'intégration, activités historiques de Prodware toujours exercées sous la marque éponyme.

La seconde partie (§3.2) porte sur le négoce de matériel informatique, compte tenu du virage stratégique opéré en 2023 à travers les opérations de croissance externe réalisées avec Protinus et Westpole.

3.1 Présentation du marché global des services numériques

3.1.1 Définition et principales caractéristiques du secteur des services numériques

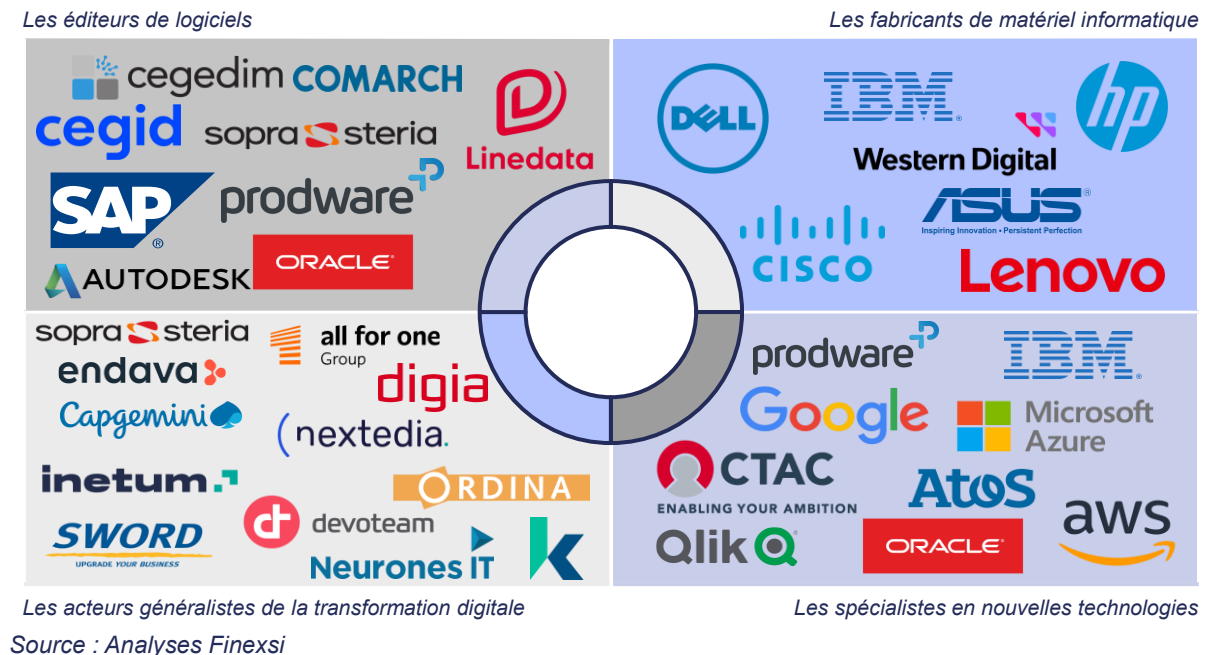
Le marché global des services numériques constitue aujourd'hui l'un des piliers majeurs de l'économie moderne, englobant l'ensemble des activités liées aux technologies digitales.

Historiquement, le Groupe intervenait principalement dans le domaine informatique, centré sur les ordinateurs, les logiciels, les serveurs et les services *IT*. Grâce au développement de nouvelles activités et à plusieurs acquisitions récentes, il bénéficie désormais d'une présence élargie couvrant l'ensemble du secteur des services numériques.

Ce marché, caractérisé par une forte fragmentation et une concurrence intense, rassemble une grande diversité d'acteurs spécialisés, répartis en plusieurs catégories :

- **Les éditeurs de logiciels** conçoivent, développent et commercialisent des logiciels. Certains éditeurs disposent de certaines entités dédiées au déploiement de solutions logicielles personnalisées et commercialisables, se positionnant ainsi en concurrence avec les Entreprises de Services du Numérique (« **ESN** ») ;
- **Les fabricants de matériel informatique** conçoivent, produisent ou distribuent des composants ou des équipements (informatique, semi-conducteurs, périphériques, infrastructures) ;
- **Les spécialistes en nouvelles technologies**, comme le *Cloud Computing*, Intelligence Artificielle, Cybersécurité, *Big Data*, se sont rapidement positionnés comme des leviers essentiels et des accélérateurs majeurs de la transformation numérique des organisations ;
- **Les acteurs généralistes de la transformation digitale**, ou Entreprises de Services du Numérique offrent une large gamme de prestations - édition de logiciels, intégration, infogérance, conseil ou services *Cloud* - pour accompagner les organisations dans leur transformation numérique. Grâce à la diversité de ses offres, Prodware s'impose comme un acteur global du secteur, capable de soutenir ses clients sur l'ensemble du processus de digitalisation.

Figure 10 - Présentation des principaux acteurs par profils du secteur des services numériques



3.1.2 La chaîne de valeur du secteur des services numériques

Comme susmentionné, le secteur se caractérise par une forte fragmentation et une concurrence intense, renforcées par l'arrivée régulière de nouveaux entrants sur un marché déjà très dense et marqué par de faibles barrières à l'entrée.

Pour se distinguer et améliorer leur rentabilité, les entreprises ont élargi et diversifié leurs offres de produits et de services, afin d'accompagner leurs clients sur l'ensemble de la chaîne de valeur de leurs besoins informatiques, laquelle s'articule autour de plusieurs segments principaux.

- **Design et Stratégie** : ce segment regroupe l'ensemble des activités de conseil destinées à accompagner les clients dans la définition de leur trajectoire stratégique et technologique. Il englobe notamment le conseil en technologies, la stratégie IT, la gouvernance ainsi que la formation et l'accompagnement des équipes ;
- **Achat** : ce segment accompagne les clients dans le choix et l'acquisition des technologies les plus pertinentes, en veillant à optimiser les coûts, la qualité et l'efficacité des approvisionnements ;
- **Intégration et Implémentation** : il couvre la migration, le déploiement et la mise en œuvre des nouvelles solutions. Il inclut également l'intégration, l'installation et, le cas échéant, le développement d'applications spécifiques ;
- **Optimisation et Management** : ce segment concerne la gestion, la maintenance et l'évolution des services *IT*, afin de garantir leur performance, leur fiabilité et leur amélioration continue.

Grâce à la diversification de ses activités, soutenue par ses acquisitions récentes et son développement à l'international, le Groupe dispose d'une offre complète couvrant l'ensemble des segments de la chaîne de valeur.

3.1.3 Les principaux métiers du secteur des services numériques

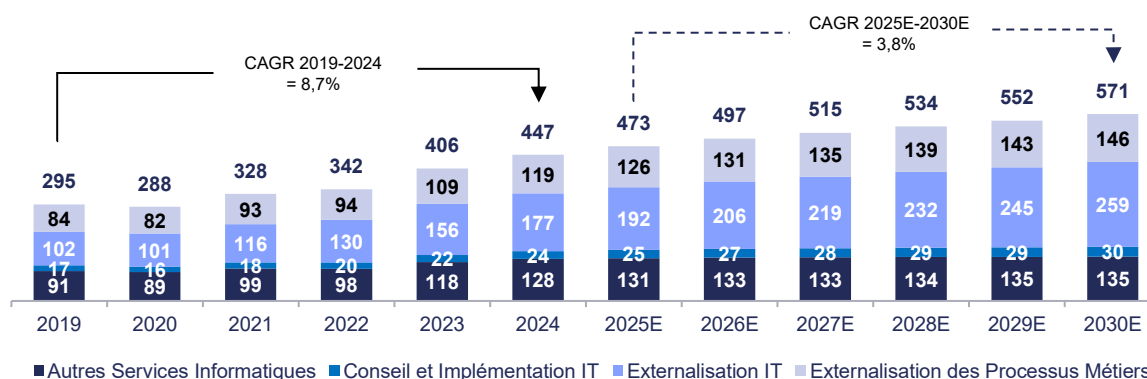
Les acteurs du marché du numérique proposent principalement les métiers suivants :

- L'édition de logiciels et l'ingénierie, qui consistent à développer des solutions informatiques, ainsi que des extensions adaptées aux besoins spécifiques d'un secteur d'activité (banque, distribution, industrie, etc.) ou d'une fonction métier (comptabilité, ressources humaines, *marketing*, communication, etc.) ;
- L'intégration, qui consiste à fournir et déployer, dans le système d'information d'un client, du matériel informatique, des logiciels internes ou tiers, ainsi que des extensions développées sur mesure pour répondre à ses besoins spécifiques ;
- L'infogérance (ou *outsourcing*) désigne l'externalisation totale ou partielle de la gestion et de l'exploitation d'un système d'information. Elle regroupe des prestations qui se déclinent en trois principaux niveaux :
 - L'infogérance applicative, qui consiste à assurer le déploiement, la gestion, la maintenance, le support, l'évolution et l'optimisation des applications et logiciels métiers d'un client ;
 - L'infogérance d'infrastructures, qui couvre la gestion, l'exploitation et la sécurisation de l'ensemble du système informatique ;
 - Le *Business Process Outsourcing* (BPO), qui consiste à externaliser un processus métier complet, comme la gestion des ressources humaines, la comptabilité, ou d'autres fonctions de support.
- La formation, qui regroupe des sessions d'apprentissage, de *coaching* et d'accompagnement à la décision sur différentes thématiques technologiques ;
- Le conseil, qui peut porter aussi bien sur les services cités précédemment, que sur des domaines d'expertise technique tels que le *Big Data*, le *Cloud*, l'Intelligence Artificielle ou la cybersécurité.

3.1.4 Segmentation et caractéristiques du marché

Le marché se caractérise par une grande diversité de métiers, interconnectés tout au long de la chaîne de valeur. Les ESN, étant donné leur modèle polyvalent, en couvrent généralement plusieurs à la fois. D'après la répartition européenne des revenus *IT* publiée par *Statista*, l'activité du Groupe couvre l'intégralité des segments du marché présentés ci-dessous :

Figure 11 - Évolution de la taille du marché des services IT en Europe entre 2019 et 2030E (en Mds\$)



Sources : Statista et Analyses Finexsi

Entre 2019 et 2024, les revenus des services informatiques ont connu une croissance soutenue, passant de 295 Mds\$ à 447 Mds\$, soit une croissance annuelle moyenne de +8,7%. Cette évolution est principalement portée par le segment « Externalisation IT », qui représente le premier poste de revenus du marché IT européen. Ce segment, en forte expansion (+11,5% sur la période), atteint 177 Mds\$ en 2024, soit 39,5% du marché total. Il est suivi par les segments « Autres services IT »¹⁹ et « Externalisation des Processus Métiers »²⁰, dont les revenus s'élèvent respectivement à 128 Mds\$ et 119 Mds\$ en 2024.

Les revenus du secteur IT en Europe devraient poursuivre leur dynamique de croissance en 2025E pour atteindre 473 Mds\$, portés principalement par l'essor de l'Intelligence Artificielle. À titre d'exemple, les dépenses en services informatiques liés à l'IA devraient passer de 78 Mds\$ en 2024 à 94 Mds\$ en 2025E, soit une hausse de plus de +20,5%.

Toutefois, les projections à moyen terme font apparaître un rythme de croissance plus modéré, avec un taux de croissance annuel moyen projeté de +3,8% sur la période 2025E-2030E, traduisant un ralentissement attendu après le fort rebond post-Crise de la Covid-2019. Néanmoins, d'ici 2030E, les segments de l'externalisation - l'externalisation IT et l'externalisation des processus métiers - devraient tout de même afficher une croissance annuelle soutenue, estimée respectivement à +6,2% et +3,1% sur la période 2025E-2030E. Cette dynamique est portée par l'accélération de la transformation numérique des entreprises, qui cherchent à se recentrer sur leur cœur de métier tout en optimisant leurs coûts opérationnels. Le développement et la gestion internes des systèmes informatiques étant souvent onéreux et chronophages, l'externalisation s'impose comme une solution permettant d'accroître la productivité et l'efficacité opérationnelle.

Sur le plan géographique, le Royaume-Uni demeure le principal marché européen des services informatiques, avec des revenus de 105 Mds\$ en 2024. Cette position dominante s'explique par l'accélération de la transformation numérique du pays, portée notamment par le développement des infrastructures liées à l'IA et au *Cloud*, ainsi que par le renforcement des exigences réglementaires en matière de cybersécurité. La forte demande de solutions *Cloud* pour le secteur public, la signature de contrats d'envergure dans l'IA générative et la création de pôles

¹⁹ Le segment « Autres Services IT » regroupe les revenus issus d'activités non couvertes par les autres catégories, telles que l'intégration de systèmes, l'installation et le support de logiciels, ainsi que les services de formation et d'accompagnement informatique.

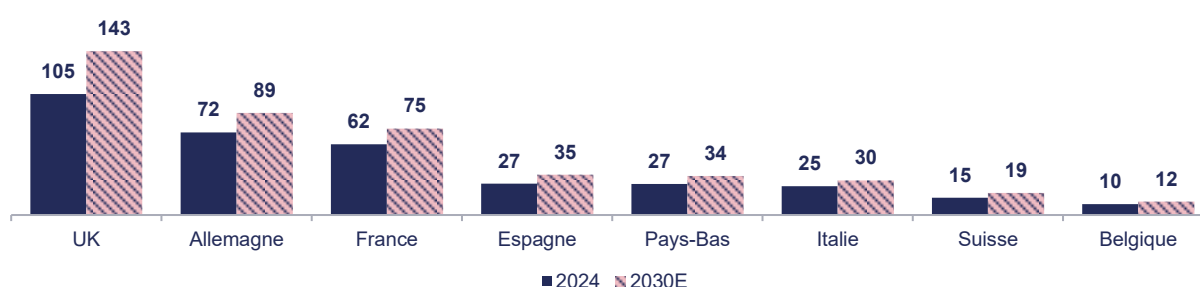
²⁰ L'« Externalisation des Processus Métiers » désigne le transfert de processus d'affaires entiers ou d'activités spécifiques d'une entreprise vers un prestataire tiers.

technologiques régionaux continuent de soutenir cette dynamique. En 2024, les services *Cloud* et de plateformes représentaient ainsi 28,4% du marché britannique des services informatiques.

Derrière le Royaume-Uni, l'Allemagne et la France occupent respectivement les deuxième et troisième places, avec des revenus de 72 Mds\$ et 62 Mds\$ en 2024.

Le Royaume-Uni devrait conserver son *leadership* sur le marché européen des services informatiques au cours des six prochaines années, porté par les mêmes moteurs de croissance : investissements soutenus dans l'IA, le *Cloud* et la cybersécurité. À titre d'exemple, le segment des services de sécurité managés devrait enregistrer un taux de croissance annuel moyen de +9,6% d'ici 2030E, illustrant la montée en puissance des besoins en protection des données et résiliences numériques dans un contexte de transformation accélérée.

Figure 12 - Répartition du marché européen des services *IT* entre 2024 et 2030E (en Mds\$)



Sources : Statista et Analyses Finexsi

3.1.5 Éléments structurants du marché

La pénurie structurelle des talents

La crise sanitaire datant de début 2020 a profondément transformé les habitudes de consommation et accéléré l'adoption des outils numériques. Cette dynamique a entraîné une mutation du marché et une forte demande en compétences spécialisées. Si la croissance s'est maintenue, les entreprises continuent de faire face à une pénurie de talents, notamment dans la transformation digitale, la cybersécurité et le développement de systèmes réseau. Cette tension s'est encore accentuée ces dernières années, portée par l'essor de l'IA et du *Cloud*. D'après une étude Inop's réalisée fin 2024, 71% des entreprises du numérique déclarent être freinées dans leur développement par la difficulté à recruter certains profils, contre 66% en 2019.

Plusieurs facteurs expliquent cette pénurie de talents : (i) l'évolution rapide du secteur, qui impose des compétences en constante évolution, et (ii) le coût élevé et l'inadéquation des dispositifs de formation aux métiers du numérique.

Sur le plan stratégique, certains *leaders* du secteur ont déployé des leviers pour renforcer leur attractivité et fidéliser leurs collaborateurs, parmi lesquels :

- **La flexibilisation du travail** : chez Capgemini, les salariés peuvent télétravailler entre 20% et 70% de leur temps annuel. Le Groupe a également adapté ses dispositifs internes pour favoriser l'équilibre entre vie professionnelle et vie personnelle, et propose depuis 2023 la possibilité de télétravailler depuis l'étranger pour des périodes limitées ;

- **Le développement des compétences** : en octobre 2024, NTT Data a lancé un programme mondial de formation autour de l'IA générative. L'objectif étant de dispenser une formation de base à l'ensemble de ses 200 000 collaborateurs et de certifier 15 000 experts d'ici fin 2024, un chiffre appelé à doubler pour atteindre 30 000 d'ici 2026E ;
- **Les partenariats académiques** : plusieurs acteurs du secteur nouent des collaborations avec des établissements d'enseignement supérieur. À titre d'exemple, TCS a signé en juin 2022 une convention de cinq ans avec l'Université de Poitiers, ouvrant la voie à plusieurs dizaines de recrutements pour le Groupe indien.

Fragmentation d'un marché marqué par de forte pression concurrentielle

Le marché des services numériques sur lequel évolue Prodware, présente globalement de faibles barrières à l'entrée, ce qui favorise l'émergence de nouveaux acteurs. Fortement fragmenté, il regroupe une multitude de concurrents aux profils et aux expertises variés. En 2023, les dix principaux prestataires mondiaux (Accenture, NTT Data, TCS, Capgemini, IBM, Cognizant, Infosys, Kyndryl, Fujitsu et DXC Technology) ne concentraient qu'environ 14,5% du marché des services informatiques.

La concurrence dans ce secteur est particulièrement vive et s'intensifie avec le développement des technologies liées au *Cloud* (privé, public ou hybride) et à l'Intelligence Artificielle. Cette dynamique favorise l'entrée de nouveaux acteurs et accentue la pression sur les prix, en particulier pour les entreprises positionnées sur des offres devenues matures ou standardisées, telles que l'infogérance.

Parallèlement, le secteur est marqué par la montée en puissance d'acteurs asiatiques, notamment indiens. Des Groupes tels qu'Infosys ou Wipro, poursuivent leur expansion internationale et accentuent la pression concurrentielle sur les acteurs traditionnels nord-américains et européens.

La consolidation du marché

Depuis plusieurs années, le marché des services informatiques et numériques se consolide fortement. Cette évolution s'explique par deux facteurs : d'une part, la grande fragmentation du secteur, et d'autre part, une concurrence accrue qui fragilise les acteurs les moins solides. Les entreprises qui n'atteignent pas une taille critique ont du mal à rester attractives, à innover ou à nouer des partenariats stratégiques. Avec des moyens limités, elles peinent aussi à se positionner sur les segments les plus rentables, en France comme à l'international.

Depuis plusieurs années, le marché des services informatiques et numériques connaît une forte consolidation. Cette tendance s'explique à la fois par la forte fragmentation du secteur et par une intensification de la concurrence qui fragilise les acteurs les moins établis. Les entreprises n'ayant pas atteint une taille critique rencontrent en effet des difficultés à maintenir leur attractivité, à innover ou à développer des partenariats stratégiques. Faute de ressources suffisantes, elles peinent à se positionner sur les segments à plus forte valeur ajoutée, en France comme à l'international.

Dans ce contexte, les fusions et acquisitions sont devenues un levier essentiel de création de valeur. Le rythme rapide de l'innovation technologique, combiné au temps nécessaire pour développer en interne de nouvelles expertises, rend les acquisitions particulièrement stratégiques pour les acteurs qui veulent renforcer leur compétitivité et élargir leur offre. Certaines opérations *M&A* se distinguent particulièrement, comme :

- **L'acquisition de WNS par Capgemini**, pour un montant de 3,3 Mds\$ en juillet 2025, permet au groupe français de renforcer ses capacités en intelligence artificielle. WNS est un acteur indien reconnu dans le domaine du *Business Process Management* ;
- **L'acquisition de CyberCX par Accenture**, pour un montant de 650 M\$ en août 2025 : acteur majeur de la cybersécurité en Australie, Nouvelle-Zélande et à l'international, CyberCX constitue la plus importante acquisition d'Accenture dans ce domaine. Cette opération renforce significativement ses capacités en Asie-Pacifique et consolide sa position de *leader* régional, dans un contexte de menaces et de régulation toujours plus exigeant.

3.2 Présentation du marché du négoce de matériel informatique

3.2.1 Caractéristiques du marché du négoce de matériel informatique

Dans le cadre des ventes *B2B*²¹, le marché du négoce de matériel informatique s'adresse principalement aux revendeurs en technologies de l'information et aux sociétés de services informatiques, telles que les intégrateurs système ou les prestataires de services managés.

Les produits commercialisés se répartissent en deux grandes catégories :

- Les produits « *Hardware* », comprenant les ordinateurs et les tablettes, les *smartphones* et objets connectés, les périphériques et équipements réseaux, ainsi que les consommables, tels que les cartouches d'encre ;
- Les produits « *Software* » désignant les logiciels qui peuvent être commercialisés par licence ou par abonnements (*SaaS*).

L'essor du numérique, du *Cloud* et des objets connectés a poussé les acteurs du secteur à faire évoluer leur modèle vers des services à plus forte valeur ajoutée - conseil, formation ou solutions *Cloud* - regroupés sous le segment « valeur ».

Le marché du négoce de matériel informatique, caractérisé par une forte fragmentation, se réunit quatre grandes catégories d'acteurs :

- **Les fournisseurs** : ils conçoivent et fabriquent les produits *Hardware* et *Software*, en supportant les coûts de recherche et développement ;
- **Les distributeurs** : ils se répartissent en deux segments : d'une part (i) les **grossistes volumistes** (*broadline distributors*), qui proposent une large gamme de produits multi-marques et disposent d'une logistique leur permettant de traiter d'importants volumes et de répondre à une demande soutenue ; et d'une autre part (ii) les **distributeurs à valeur**

²¹ « *B2B* » signifie « *Business to Business* » et regroupe l'ensemble des opérations commerciales et marketing qui sont réalisées entre deux entreprises.

ajoutée (*Value Added Distributors* - VAD), qui enrichissent leur offre de produits par des services à forte valeur ajoutée, tels que le conseil, la formation ou l'intégration de solutions ;

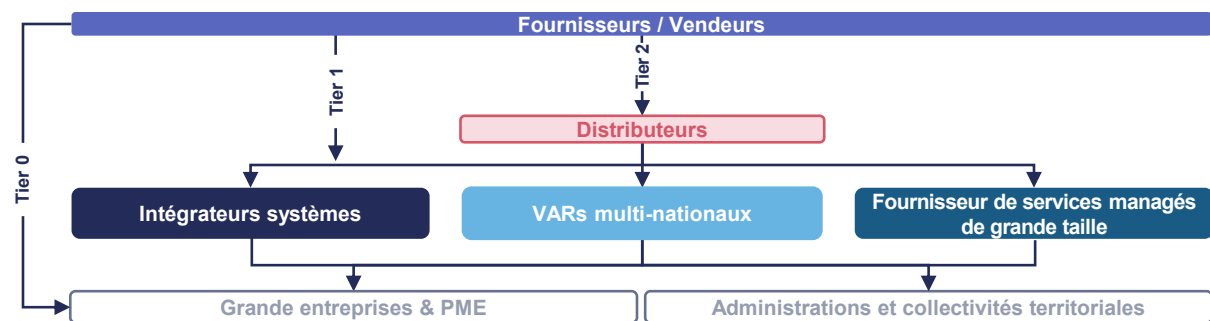
- **Les revendeurs** : cette catégorie regroupe un ensemble d'acteurs, parmi lequel les revendeurs à valeur ajoutée (*Value Added Resellers* - VAR)²², les intégrateurs de systèmes, les intégrateurs de télécommunications et les prestataires de services managés- ;
- **Les utilisateurs finaux** : ils regroupent principalement les entreprises, les administrations publiques et les collectivités territoriales.

Ce secteur s'appuie sur plusieurs canaux de distribution, reflétant différents niveaux d'intermédiation :

- **Vente directe (Tier 0)** : le fournisseur commercialise ses produits directement auprès de l'utilisateur final, sans intermédiaire ;
- **Canal Tier 1** : le fournisseur vend ses produits à un revendeur, avec lequel il collabore pour en assurer la distribution ;
- **Canal Tier 2** : le fournisseur vend ses produits à un distributeur, qui les revend ensuite à des revendeurs. Ces derniers assurent la relation commerciale et le support auprès des clients finaux.

Ainsi, Westpole et Protinus IT en tant que revendeurs à valeur ajoutée (VAR), interviennent principalement sur les canaux *Tier 1* et *Tier 2*, selon qu'ils s'approvisionnent directement auprès des fournisseurs ou via des distributeurs.

Figure 13 - Présentation des circuits de distribution du marché de la distribution de matériel informatique



Sources : Étude Xerfi et Analyses Finexsi

3.2.2 Principaux acteurs du marché de la revente de matériel informatique

Les principaux revendeurs du marché peuvent être regroupés en deux grandes catégories :

- Les revendeurs généralistes (« volumistes ») : ces acteurs proposent une large gamme de produits et de services multi-marques, couvrant l'ensemble des besoins du marché. Ils

²² Protinus et Westpole, actives dans le négoce de matériel informatique, sont considérées comme des *Value Added Resellers* (VAR) (« **Négoce - VAR** »).

incluent à la fois des groupes internationaux tels Bechtle, Computacenter et Softcat, ainsi que des distributeurs régionaux comme Protinus / Westpole, ALSO et SeSa ;

- Les revendeurs spécialisés : ces acteurs concentrent leur activité sur des segments de marché spécifiques. Parmi eux figurent notamment SoftwareOne (gestion des licences logicielles et les services *Cloud*), Insight Enterprises (modernisation des infrastructures), ACP IT Solutions (*Modern Workplace*, *Cloud* et sécurité IT) ou encore ITS Group (infrastructures, *Cloud* et continuité d'activité).

Figure 14 - Cartographie des principaux acteurs du marché des revendeurs de matériel informatique



Source : Analyses Finexsi

4 Analyse financière de Prodware

Les comptes consolidés de Prodware, présentés ci-après, ont été établis conformément aux normes IFRS. Ils ont fait l'objet d'une certification sans réserve de la part des Commissaires aux comptes de la Société²³. L'exercice comptable de Prodware couvre la période du 1^{er} janvier jusqu'au 31 décembre de chaque année.

Les données présentées ci-après tiennent compte de l'application des normes IFRS, notamment de la norme IFRS 16 entrée en vigueur le 1^{er} janvier 2019 (constatation à l'actif d'un droit d'utilisation de 13 180 k€ et au passif, des dettes locatives de 13 442 k€ au 31 décembre 2024).

4.1 Compte de résultat consolidé de Prodware sur la période 2020-2024

L'évolution du compte de résultat du groupe Prodware est résumée ci-après :

Tableau 2 - Compte de résultat consolidé de Prodware sur la période 2020-2024 (en k€)

En k€ - sur 12 mois	2020	2021	2022	2023	2024
Chiffre d'affaires	172 396	165 523	188 281	380 566	668 734
<i>Croissance (en %)</i>	<i>(8,1%)</i>	<i>(4,0%)</i>	<i>13,7%</i>	<i>102,1%</i>	<i>75,7%</i>
Achats consommés	(55 425)	(53 875)	(59 634)	(218 389)	(484 284)
Marge brute	116 971	111 648	128 647	162 177	184 450
<i>Marge (en % du chiffre d'affaires)</i>	<i>67,9%</i>	<i>67,5%</i>	<i>68,3%</i>	<i>42,6%</i>	<i>27,6%</i>
Charges externes	(16 552)	(18 914)	(20 524)	(24 876)	(33 035)
Charges de personnel	(53 406)	(56 071)	(53 829)	(65 511)	(73 523)
Impôts et taxes	(934)	(457)	(1 282)	(1 701)	(1 112)
Dotations nettes aux amortissements, dépréciations et provisions	(29 933)	(21 176)	(21 463)	(20 275)	(19 569)
Autres produits et charges opérationnels courants	(814)	(618)	(2 247)	(687)	(653)
Résultat opérationnel courant	15 333	14 412	29 303	49 128	56 557
Autres produits et charges opérationnels	274	(65 116)	-	(925)	246
Résultat opérationnel	15 607	(50 705)	29 303	48 203	56 804
<i>Marge (en % du chiffre d'affaires)</i>	<i>9,1%</i>	<i>(30,6%)</i>	<i>15,6%</i>	<i>12,7%</i>	<i>8,5%</i>
Coût de l'endettement financier net	(3 694)	(6 548)	(9 885)	(15 767)	(25 458)
Charges financières sur droits d'utilisation	(339)	(156)	(156)	(173)	(159)
Autres produits et charges financiers	(2 382)	(4 705)	(1 116)	(4 009)	(1 172)
Résultat financier	(6 415)	(11 408)	(11 157)	(19 949)	(26 789)
Impôts sur les résultats	(2 318)	(6 492)	(2 495)	(52 168)	290
Quote-part dans les entreprises associées	573	145	235	211	356
Résultat Net	7 446	(68 459)	15 886	(23 703)	22 032
<i>Marge (en % du chiffre d'affaires)</i>	<i>4,3%</i>	<i>(41,4%)</i>	<i>8,4%</i>	<i>(6,2%)</i>	<i>3,3%</i>
Part du Groupe	7 624	(68 457)	15 703	(23 710)	22 196
Part des participations ne donant pas le contrôle	178	2	(183)	(7)	164

Sources : Comptes consolidés 2021 à 2024

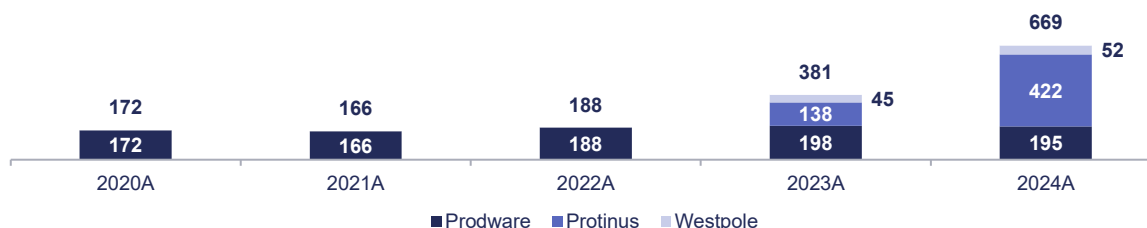
²³ À savoir Excelia Audit et Soussan & Soussan.

Chiffre d'affaires

Le **chiffre d'affaires** du Groupe provient principalement des activités de *Business Applications*, commercialisées sous la marque Prodware, ainsi que des activités de négoce de matériel informatique, opérées sous les marques Protinus et Westpole.

En 2023, la structure du chiffre d'affaires du Groupe a été profondément transformée par l'intégration de deux nouvelles sociétés, Protinus et Westpole. En 2024, la marque Prodware ne représentait plus que 29,2% du chiffre d'affaires total, contre 63,1% pour Protinus.

Figure 15 - Répartition du chiffre d'affaires par marque entre 2022 et 2024 (en M€)



Source : Société

Les trois marques se distinguent par un taux élevé de revenus récurrents annuels (« **ARR** »). La différence observée chez Prodware s'explique principalement par son positionnement : tandis que Protinus et Westpole sont davantage présents sur des marchés publics offrant une récurrence plus stable, Prodware opère surtout sur le marché privé, où les contrats sont généralement plus courts et donc moins récurrents.

L'évolution du chiffre d'affaires du Groupe sur la période observée s'analyse comme suit :

- Le chiffre d'affaires **2020** du Groupe s'est établi en baisse de -8,1% par rapport à l'exercice 2019. Cette baisse s'explique principalement par l'impact de la crise de la Covid-19. À périmètre comparable, c'est-à-dire en excluant la sortie de Prodware Israël, le recul aurait été plus limité à -6,0%, en raison du repli de l'activité sur la zone francophone. La hausse des ventes en mode SaaS, qui représentent 30,7% du chiffre d'affaires total du Groupe, n'a toutefois que partiellement compensé la diminution des contrats de maintenance et des prestations de services ;
- En **2021**, le Groupe a réalisé un chiffre d'affaires de 165 523 k€, en recul de -4,0% par rapport à 2020. Cette contraction provient principalement de la baisse des revenus issus des services (-8,7%), conséquence des décalages de projets clients, dans un contexte marqué par la pandémie. Le recul s'explique également par une diminution significative de l'activité au Royaume-Uni (-33,2%), liée aux effets combinés du Brexit, de la crise sanitaire et d'une réorganisation du portefeuille, incluant l'arrêt d'activités jugées non stratégiques ;
- L'exercice **2022** se distingue par une croissance du chiffre d'affaires, en hausse de +13,7% par rapport à 2021. Cette progression s'explique par plusieurs facteurs : (i) la signature de nouveaux contrats, (ii) la bonne performance du segment « Édition de logiciels en propre », en croissance de +14,0% grâce à un fort dynamisme commercial en fin d'exercice, et (iii) l'accélération des projets de transformation digitale. Par ailleurs, le chiffre d'affaires généré en mode SaaS progresse de +17,8%. Conformément à la stratégie du Groupe, ce segment contribue chaque année davantage à l'activité globale, porté à la fois par la

récurrence des contrats à long terme et par un modèle aligné sur les attentes des clients et les standards des principaux éditeurs de logiciels ;

- En **2023**, la croissance du chiffre d'affaires s'élève à +102,1% (+5,1% à périmètre constant) par rapport à 2022. Cette forte progression s'explique principalement par les acquisitions de Protinus et de Westpole, réalisées au cours de l'exercice²⁴, qui ont contribué à hauteur de 182 729 k€ au chiffre d'affaires. Grâce à ces opérations, Prodware renforce ses positions historiques sur les marchés SMB²⁵ et SMC²⁶, tout en développant une présence auprès des grands donneurs d'ordre, tant dans le secteur privé que public. Le portefeuille du Groupe s'élargit également avec l'intégration de nouvelles expertises dans le *Managed Sourcing* et l'optimisation des infrastructures *IT* ;
- Au 31 décembre **2024**, le chiffre d'affaires de Prodware s'élève à 668 736 k€, en forte progression de +75,7% (+10,8% à périmètre constant). Cette performance traduit la pleine intégration des sociétés récemment acquises, dont la contribution a permis de compenser l'effet des activités cédées au cours de l'exercice (dont Prodware Innovation Design). Le segment *Business Application* génère 195 025 k€ de revenus, soit 29,2% du chiffre d'affaires total, tandis que le segment *Managed and Staffing Sourcing*, porté par Protinus et Westpole, atteint 473 709 k€, représentant 70,8% du chiffre d'affaires.

Le chiffre d'affaires du Groupe s'établit ainsi en forte hausse sur la période observée (2020-2024), avec une croissance annuelle moyenne de +40,3% du chiffre d'affaires, portée par une profonde transformation du modèle d'affaires de la Société et par l'intégration réussie de nouvelles acquisitions. À périmètre constant, la croissance reste plus limitée à environ +3,0% sur la période analysée.

Marge brute

Sur la période analysée, la marge brute s'est nettement dégradée, passant de 68,3% en 2022 à 42,6% en 2023, puis à 27,6% en 2024. Cette évolution résulte principalement du développement de l'activité de négoce de matériel informatique.

Cette baisse résulte du virage stratégique entrepris par le Groupe en 2023 après les acquisitions de Protinus IT et de Westpole, avec notamment la revente de matériels et de logiciels, qui génère un volume d'achats élevé, ce qui pèse intrinsèquement sur le taux de marge brute.

Résultat opérationnel (EBIT)

Sur la période analysée, le **résultat opérationnel** a fortement augmenté en valeur absolue passant de 15 607 k€ en 2020 à 56 804 k€, malgré un point bas marqué en 2021 à -50 705 k€.

Entre 2020 et 2021, le résultat opérationnel du Groupe a reculé, passant de 15 607 k€ à -50 705 k€. Cette dégradation s'explique principalement par la hausse des autres produits et charges opérationnels, passés de 274 k€ à -65 116 k€, liée à une dépréciation exceptionnelle au 31 décembre 2021 des actifs incorporels associés aux solutions *On-Premise*. Le Groupe a en effet

²⁴ À savoir Plahoma 13, Protinus IT, MSG (Ma Solution Gestion) et Nut Consulting.

²⁵ *Small and Medium-Sized Businesses*.

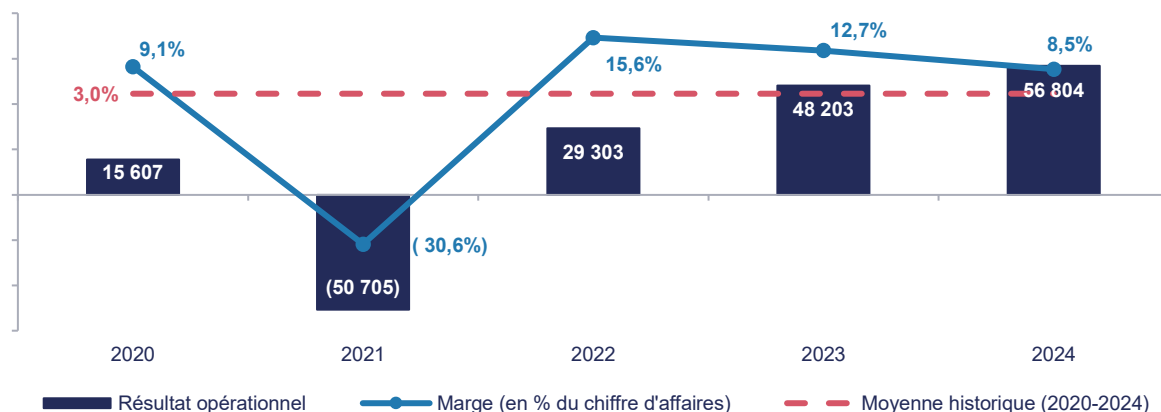
²⁶ *Small and Mid-Cap Companies*.

adapté son modèle économique à l'évolution du marché, marqué par la montée en puissance du SaaS, l'accélération du Cloud et l'arrêt de la maintenance de certaines licences On-Premise. Cette transition s'est traduite par la comptabilisation d'une charge exceptionnelle de 64 635 k€, correspondant à l'amortissement d'actifs devenus incompatibles avec l'écosystème SaaS de Microsoft, ainsi que par la mise au rebut d'actifs On-Premise pour un montant de 40 240 k€.

Entre 2022 et 2024, le résultat opérationnel a progressé de manière continue, passant de 29 303 k€ à 56 804 k€, principalement grâce à l'intégration des sociétés acquises et à la croissance du périmètre d'activité. En revanche, sur cette même période, la marge opérationnelle s'est fortement contractée, passant de 15,6% en 2022 à 8,5% en 2024 en raison notamment de :

- La forte hausse des achats consommés, passés de -59 634 k€ en 2022 à -218 389 k€ en 2023, puis à -484 284 k€ en 2024, s'explique principalement par l'intégration de Protinus et de Westpole, dont les activités de négoce, notamment la vente de matériel et de logiciels, génèrent un volume d'achats important ;
- L'effet de périmètre lié à l'intégration des sociétés récemment acquises, lesquelles opèrent sur des segments d'activité structurellement moins rentables que ceux sur lesquels la Société était historiquement positionnée.

Figure 16 - Évolution historique de l'EBIT (en k€) et de la marge d'EBIT (en % du chiffre d'affaires) de 2020 à 2024



Sources : Sources : Comptes consolidés 2021 à 2024 et Analyses Finexsi

Résultat financier et résultat net

Entre 2020 et 2024, le **résultat financier** s'est fortement dégradé, passant de -6 415 k€ en 2020 à -26 789 k€ en 2024. Il est notamment composé (i) du coût de l'endettement financier net, (ii) des charges financières sur droits d'utilisation ainsi que (iii) des autres produits et charges financiers.

En 2023, le résultat financier s'est fortement détérioré, passant de -11 157 k€ en 2022 à -19 949 k€. Cette évolution s'explique principalement par la hausse de +59,5% du coût de l'endettement financier, à la suite de nouveaux emprunts contractés auprès de Tikehau Investment Management, afin de financer les nouvelles acquisitions²⁷, ainsi qu'à la hausse des taux d'intérêt. Par ailleurs,

²⁷ À savoir Plahoma 13 (société mère du sous-groupe Westpole), Protinus IT, MSG (Ma Solution Gestion) et Nut Consulting.

les autres produits et charges financiers se sont également alourdis, passant de -1 116 k€ à -4 009 k€.

Cette tendance s'est accentuée en 2024, le résultat financier atteignant un nouveau point bas à -26 789 k€. Cette dégradation s'explique essentiellement par la hausse de +61,5% du coût de l'endettement financier net, passé de -15 767 k€ en 2023 à -25 458 k€ en 2024. En février 2024, la Société a par ailleurs conclu un financement de 50 000 k€ sous la forme d'un crédit renouvelable, destiné à consolider ses lignes de court terme existantes et à refinancer 33 000 k€ auprès de ses prêteurs historiques.

Le **résultat net (part du Groupe)** suit les mêmes tendances que celles susmentionnées au niveau de l'EBIT, affichant une perte nette sur les exercices 2021 (-68 457 k€) et 2023 (-23 710 k€). La perte nette 2023 s'explique notamment par une charge non courante de -45 428 k€, liée à un accord global trouvé avec l'administration fiscale en matière de Crédit d'Impôt Recherche (CIR) pour les exercices 2012 à 2022. Cet accord a permis au Groupe de clore définitivement le contentieux en et de se désister des procédures relatives à l'ensemble des exercices concernés.

4.2 Bilan consolidé de Prodware sur la période 2020-2024

Tableau 3 - Bilan consolidé sur la période 2020-2024 (en k€)

En k€ - au 31 décembre	2020	2021	2022	2023	2024
Ecart d'acquisition	32 638	32 638	32 638	122 995	121 295
Immobilisations incorporelles	174 087	145 552	168 801	203 005	218 555
Droits d'utilisation (IFRS 16)	27 161	10 016	10 277	9 047	13 180
Immobilisations corporelles	4 198	2 379	2 880	5 514	4 550
Immobilisations financières	2 319	2 568	2 622	2 844	2 904
Participations dans les entreprises associées	939	634	620	631	587
Impôts différés - actif	9 611	3 639	4 489	2 308	4 516
Actif non courant	250 953	197 425	222 326	346 344	365 588
Stocks et en-cours	37	1	-	6	6
Clients et comptes rattachés	74 235	46 673	51 654	131 706	141 708
Autres actifs courants	15 301	15 978	22 216	18 139	19 340
Trésorerie et équivalents de trésorerie	36 098	65 167	56 137	93 591	97 117
Actif courant	125 671	127 819	130 008	243 442	258 171
Total actif	376 624	325 244	352 334	589 786	623 759
Capitaux propres - Part du Groupe	151 713	83 329	100 510	76 743	98 956
Intérêts ne conférant pas le contrôle	5	3	186	194	30
Total des capitaux propres	151 718	83 331	100 696	76 936	98 986
Impôts différés - passif	-	-	-	-	316
Engagements retraite et assimilés	5 917	5 587	4 356	4 532	4 593
Endettement non courant	91 052	144 768	145 131	237 922	288 236
Dettes de location non courantes (IFRS 16)	18 892	6 329	4 553	5 130	8 309
Passif non courant	115 861	156 683	154 039	247 583	301 454
Provisions courantes	702	658	2 878	551	894
Endettement courant	30 211	30 963	29 751	34 093	19 913
Dettes de location courantes (IFRS 16)	8 327	3 916	6 061	4 247	5 133
Fournisseurs et comptes rattachés	19 719	25 509	26 907	149 297	141 627
Autres passifs courants	50 087	24 185	32 002	77 078	55 753
Passif courant	109 046	85 230	97 599	265 266	223 319
Total passif	376 624	325 244	352 334	589 786	623 759

Sources : Comptes consolidés 2021 à 2024

Actif immobilisé

L'actif immobilisé est principalement composé d'écarts d'acquisition et d'immobilisations incorporelles, et, dans une moindre mesure, d'immobilisations corporelles, d'immobilisations financières ainsi que d'impôts différés actifs.

Au 31 décembre 2024, les **écarts d'acquisition** s'élèvent à 121 295 k€, soit 19,4% du total de l'actif du Groupe. Ils concernent principalement les activités liées à Westpole et Protinus IT (72%). Comme précisé précédemment (cf. §2.4), l'augmentation constatée en 2023 (+90 357 k€) reflète la stratégie de croissance externe du Groupe entreprise en 2023 : acquisition de Palhoma 13 (+8.627 k€), de Protinus IT (+80.657 k€) et de Nut Consulting (+1.074 k€).

Les **immobilisations incorporelles** s'élèvent à 218 555 k€ au 31 décembre 2024 et concernent principalement des logiciels, qu'ils soient acquis ou développés en interne²⁸. Entre 2020 et 2021, le poste a reculé de -16,4% (de 174 087 k€ à 145 552 k€), en raison de l'accélération des plans d'amortissement liés à la transition du modèle *On-Premise*, en déclin, vers le modèle *SaaS*. À partir de 2021, les immobilisations incorporelles ont progressé de manière soutenue, avec des hausses de +16,0% en 2022 et +20,3% en 2023, portées par les premières, puis secondes livraisons du système d'information interne BPSA de Prodware.

L'application de la norme IFRS 16 en 2019 a entraîné la comptabilisation de **droits d'utilisation** à hauteur de 9 047 k€ en 2023 et de 13 180 k€ en 2024.

Les **immobilisations corporelles** du Groupe (4 550 k€ au 31 décembre 2024) correspondent essentiellement à des agencements, de mobiliers, d'installations techniques, de matériels de transports et de matériels de bureau et informatique. Les **immobilisations financières** concernent quant à elles principalement des dépôts de garantie et des prêts aux salariés.

Au 31 décembre 2024, les participations dans les **sociétés mises en équivalence** s'élèvent à 587 k€. Elles concernent exclusivement des entités sur lesquelles le Groupe n'exerce pas de contrôle, mais dispose d'une influence notable, parmi lesquelles figure CKL Software GmbH, détenue à hauteur de 50% de manière directe et indirecte par Prodware SA.

Quant aux **impôts différés actifs** (4 516 k€ au 31 décembre 2024), ceux-ci sont principalement constitués de déficits fiscaux reportables pour 3 415 k€.

²⁸ Ce poste comprend l'activation des coûts de développement pour les logiciels développés en interne. Le Groupe précise dans ses comptes consolidés 2024 « Conformément à la norme IAS 38 « Immobilisations incorporelles », seuls les éléments dont le coût peut être déterminé de façon fiable et pour lesquels il est probable que les avantages économiques futurs iront au groupe sont comptabilisés en immobilisations ».

Besoin en Fonds de Roulement (BFR)

L'évolution du **besoin en fonds de roulement (BFR)** de Prodware entre 2020 et 2024 est présentée ci-après :

Tableau 4 - Évolution historique du BFR depuis 2020 (en k€)

En k€ - au 31 décembre	2020	2021	2022	2023	2024
Stock	37	1	-	6	6
Créances clients	74 235	46 673	51 654	131 706	141 708
Fournisseurs et comptes rattachés	(19 719)	(25 509)	(26 907)	(149 297)	(141 627)
BFR d'exploitation	54 553	21 165	24 747	(17 585)	87
<i>en % du chiffre d'affaires</i>	<i>31,6%</i>	<i>12,8%</i>	<i>13,1%</i>	<i>(4,6%)</i>	<i>0,0%</i>
Autres actifs courants*	10 626	11 463	17 216	13 339	14 540
Autres passifs courants**	(50 086)	(24 184)	(32 002)	(65 077)	(43 753)
BFR hors exploitation	(39 460)	(12 721)	(14 786)	(51 738)	(29 213)
<i>en % du chiffre d'affaires</i>	<i>(22,9%)</i>	<i>(7,7%)</i>	<i>(7,9%)</i>	<i>(13,6%)</i>	<i>(4,4%)</i>
BFR	15 093	8 444	9 961	(69 323)	(29 126)
<i>en % du chiffre d'affaires</i>	<i>8,8%</i>	<i>5,1%</i>	<i>5,3%</i>	<i>(18,2%)</i>	<i>(4,4%)</i>
Variation de BFR	n.a	(6 649)	1517	(79 284)	40 197

* Les « Autres actifs courants » ont été retraités par Finexsi des créances d'impôt liées au Crédit d'Impôt Recherche (CIR)

** Les « Autres passifs courants » ont été retraités par Finexsi en 2023 et 2024 du complément de prix Protinus (comptabilisé pour 12.000 k€, mais dont 11.336 k€ ont finalement été décaissés au T4 2025).

Sources : Comptes consolidés 2021 à 2024 et Analyses Finexsi

L'activité du Groupe présente une certaine saisonnalité, marquée par un ralentissement au cours des mois de juillet et août. Ainsi, le troisième trimestre est traditionnellement le plus faible de l'exercice. Toutefois, cette saisonnalité s'est tout de même atténuée depuis l'acquisition de Protinus et de Westpole, dont les activités ont contribué à lisser la répartition de l'activité sur l'année.

Le Groupe connaît également une hausse des ventes de licences au quatrième trimestre, liée à l'utilisation par les clients des budgets informatiques avant la clôture de l'exercice. Cette tendance demeure marquée sur le marché public, mais s'est atténuée sur le marché privé *Corporate*.

Comme indiqué ci-avant, Protinus et Westpole exercent une activité de *Value Added Reseller* (cf. §3.2.1), les stocks étant expédiés directement par les sous-traitants ou fournisseurs au client final, sans transiter par leurs entrepôts, ce qui explique le très faible niveau de stocks au bilan.

Entre 2023 et 2024, le BFR est passé de -69 323 k€ à -29 126 k€, traduisant une dégradation significative, compte tenu de la pleine intégration des sociétés Protinus et Westpole au cours de l'exercice 2024, dont les activités sont consommatrices de fonds de roulement. Cette consommation de BFR s'explique par d'importants achats de matériel et de logiciels et au recours accru à la sous-traitance nécessitant des sorties de trésorerie avant l'encaissement des revenus correspondants.

Capitaux propres

Sur la période analysée, les **capitaux propres (part du Groupe)** ont connu des évolutions contrastées, atteignant un maximum en 2020 (151 713 k€) et un minimum en 2022 (76 743 k€). Ces fluctuations s'expliquent principalement par la variation du résultat net, qui alterne entre bénéfices et pertes (cf. dépréciations d'écarts d'acquisition en 2021 et charge fiscale liée au CIR en 2023). Entre 2023 et 2024, ces derniers ont progressé, passant de 76 743 k€ à 98 956 k€, sous l'effet notamment du bénéfice de 22 196 k€ enregistré en 2024.

Par ailleurs, des opérations sur le capital ont été réalisées en 2022, consistant en l'annulation (i) de 86.749 actions ordinaires auto-détenues par le Groupe, et (ii) de 7.042 actions de préférence.

Provisions non courantes et courantes

Entre 2020 et 2024, les **engagements de retraite** sont restés globalement stables, passant de 5 917 k€ en 2020 à 4 593 k€ en 2024.

Les **provisions courantes** sont demeurées globalement stables sur la période, hormis un pic en 2022 à 2 878 k€. Cette hausse résulte d'un litige avec BPI France relatif au préfinancement de crédits d'impôt recherche (2012-2019) et à des règlements effectués sans l'accord de Prodware au profit de l'administration fiscale. En 2023, cette provision a été reprise à la suite d'un accord conclu entre le Groupe et l'administration fiscale.

Endettement financier net

L'évolution de **l'endettement financier net** de Prodware sur la période 2020-2024 est présentée ci-après :

Tableau 5 - Évolution de l'endettement financier net de Prodware sur la période 2020-2024 (en k€)

En k€ - au 31 décembre	2020	2021	2022	2023	2024
Endettement non courant	(91 052)	(144 768)	(145 131)	(237 922)	(288 236)
Endettement courant	(30 211)	(30 963)	(29 751)	(34 093)	(19 913)
Endettement financier brut	(121 263)	(175 731)	(174 882)	(272 015)	(308 149)
Trésorerie et équivalents de trésorerie	36 098	65 167	56 137	93 591	97 117
Trésorerie et équivalents de trésorerie	36 098	65 167	56 137	93 591	97 117
Trésorerie / (dette) nette pré-IFRS 16	(85 165)	(110 564)	(118 745)	(178 424)	(211 032)
Dettes de location non courantes	(18 892)	(6 329)	(4 553)	(5 130)	(8 309)
Dettes de location courantes	(8 327)	(3 916)	(6 061)	(4 247)	(5 133)
Trésorerie / (dette) nette post-IFRS 16	(112 384)	(120 809)	(129 359)	(187 801)	(224 474)
Dette nette pré-IFRS 16 / EBITDA	1,88x	3,11x	2,34x	2,57x	2,77x

Sources : Comptes consolidés 2021 à 2024

Entre 2020 et 2024, l'endettement financier net de Prodware s'est fortement accru, passant de -85 165 k€ à -211 032 k€. Cette dégradation s'explique de la façon suivante :

En 2021, Prodware a procédé au refinancement de l'ensemble de sa dette moyen et long terme, ainsi qu'une partie de sa dette à court terme, par l'émission d'un emprunt obligataire de 140 000 k€.

Ce refinancement a permis de solder notamment l'emprunt EURO PP de 2018 (89 200 k€) et d'allonger la maturité globale de la dette du Groupe.

Par ailleurs, en 2023, Prodware a renforcé son partenariat avec Tikehau Investment Manager pour financer ses opérations de croissance externe. En février 2024, un crédit renouvelable de 50 000 k€ a été mis en place afin de consolider les lignes à court terme existantes et de refinancer 33 000 k€ auprès des prêteurs historiques. Ce dispositif a été complété en décembre 2024 par un avenant de 10 000 k€.

L'endettement financier net s'établit à 211 032 k€ en 2024 avant application de la norme IFRS 16, représentant un *Gearing*²⁹ comptable de 213,3% contre 231,9% un an plus tôt. Au 31 décembre 2024, le levier financier³⁰ s'établit à 2,77x avant IFRS 16 (en hausse par rapport à l'exercice précédent). Les contrats de financement signés par Prodware France prévoient un *covenant* financier fixant un ratio de levier inférieur à 3,25x, lequel est respecté au 31 décembre 2024.

Le *Gearing* du Groupe au 31 décembre 2024 et à meilleure date (*i.e.* après refinancement de juillet 2025) apparaît nettement supérieur à celui des sociétés retenues dans l'échantillon de comparables boursiers à titre secondaire, traduisant un niveau d'endettement plus élevé que la moyenne du marché, d'autant plus qu'un certain nombre d'entre elles présentent une situation de trésorerie nette.

²⁹ Ratio de dette financière nette / capitaux propres part du Groupe.

³⁰ Correspondant au ratio d'endettement financier net/EBITDA.

4.3 Activité du premier semestre 2025

Le Groupe a annoncé ses résultats du premier semestre 2025 le 16 octobre 2025. Nous présentons ci-après l'évolution des agrégats du compte de résultat et du bilan consolidé du Groupe :

4.3.1 Compte de résultat consolidé de Prodware sur la période S1 2024-S1 2025

Tableau 6 - Compte de résultat consolidé sur la période S1 2024-S1 2025

En k€ - sur 6 mois	S1 2024	S1 2025
Chiffre d'affaires	315 717	362 720
<i>Croissance (en %)</i>	<i>n/a</i>	<i>14,9%</i>
Achats consommés	(222 416)	(261 685)
Marge brute	93 301	101 035
<i>Marge (en % du chiffre d'affaires)</i>	<i>29,6%</i>	<i>27,9%</i>
Charges externes	(14 367)	(12 963)
Charges de personnel	(30 848)	(38 674)
Impôts et taxes	(784)	(633)
Dotations nettes aux amortissements, dépréciations et provisions	(10 008)	(10 995)
Autres produits et charges opérationnels courants	(747)	(741)
Résultat opérationnel courant	36 547	37 031
Autres produits et charges opérationnels	(260)	(1 022)
Résultat opérationnel	36 287	36 009
<i>Marge (en % du chiffre d'affaires)</i>	<i>11,5%</i>	<i>9,9%</i>
Coût de l'endettement financier net	(10 093)	(9 778)
Charges financières sur droits d'utilisation	(86)	(88)
Autres produits et charges financiers	(793)	(1 695)
Résultat financier	(10 972)	(11 561)
Impôts sur les résultats	(6 227)	(7 137)
Quote-part dans les entreprises associées	177	300
Résultat Net	25 222	17 612
<i>Marge (en % du chiffre d'affaires)</i>	<i>8,0%</i>	<i>4,9%</i>
Part du Groupe	25 221	17 629
Part des participations ne donant pas le contrôle	(2)	17

Source : Rapport semestriel 2025

Au cours du premier semestre 2025, la Société a enregistré un chiffre d'affaires de 362 720 k€, en augmentation de +14,9% par rapport à la même période de 2024. Les activités de Protinus et de Westpole ont contribué à hauteur de 237 149 k€, soit 65,3% du chiffre d'affaires consolidé, contre 218 110 k€ au premier semestre 2024.

La marge opérationnelle de la Société quant à elle s'est dégradée au cours du premier semestre 2025, passant de 36 287 k€ à 36 009 k€, soit une baisse de 1,6 points du taux de marge. Cette évolution s'explique principalement par le poids relatif plus important des nouvelles activités de Protinus IT et Westpole à faible marge qui connaissent une croissance plus rapide que l'activité *Business Applications* mieux margée, et du fait que l'intégration de Protinus soit plus difficile que prévue.

Par ailleurs, sur la période, le Groupe a réduit son niveau de *R&D* capitalisée, passant de 18 600 k€ au premier semestre 2024 à 12 900 k€ au premier semestre 2025, impactant défavorablement la rentabilité opérationnelle du premier semestre 2025.

La Société enregistre un résultat net positif de 17 612 k€ au premier semestre 2025, contre 25 222 k€ sur la même période en 2024, traduisant une baisse notable de la rentabilité nette. Il convient toutefois de préciser que le résultat 2024 intégrait 5 958 k€ de plus-values liées à la cession d'activités. Retraité de cet élément non récurrent, le recul du résultat net ressort à seulement -8,6%.

De manière générale, les activités *Négoce - VAR* du Groupe, qui représentent la majorité de l'activité du Groupe, enregistrent un recul de performance du fait de la dégradation de l'environnement économique. Le *Management* nous a indiqué que l'intégration de Protinus était plus difficile que prévu, et les synergies attendues sont aujourd'hui loin d'être réalisées.

4.3.2 Bilan consolidé de Prodware sur la période 2024-S1 2025

Tableau 7 - Bilan consolidé sur la période 2024-S1 2025

En k€	2024	S1 2025
Ecart d'acquisition	121 295	121 295
Immobilisations incorporelles	218 555	233 330
Droits d'utilisation	13 180	9 749
Immobilisations corporelles	4 550	4 263
Immobilisations financières	2 904	2 952
Participations dans les entreprises associées	587	612
Impôts différés - actif	4 516	3 916
Actif non courant	365 588	376 117
Stocks et en-cours	6	5
Clients et comptes rattachés	141 708	132 132
Autres actifs courants	19 340	22 814
Trésorerie et équivalents de trésorerie	97 117	97 807
Actif courant	258 171	252 757
Total actif	623 759	628 874
Capitaux propres - Part du Groupe	98 956	116 288
Intérêts ne conférant pas le contrôle	30	0
Total des capitaux propres	98 986	116 288
Impôts différés - passif	316	293
Engagements retraite et assimilés	4 593	4 768
Endettement non courant	288 236	297 260
Dettes de location non courantes	8 309	5 972
Passif non courant	301 454	308 293
Provisions courantes	894	826
Endettement courant	19 913	22 191
Dettes de location courantes	5 133	4 059
Fournisseurs et comptes rattachés	141 627	119 219
Autres passifs courants	55 753	57 999
Passif courant	223 319	204 294
Total passif	623 759	628 874

Source : Rapport semestriel 2025

Au 30 juin 2025, les capitaux propres - part du Groupe s'élèvent désormais à 116 288 k€, après l'affectation d'une partie du résultat de l'exercice 2024 en réserves, faisant ainsi évoluer ce poste de 22 010 k€ à 43 908 k€. Il est à noter que le Groupe n'a versé aucun dividende depuis 2019.

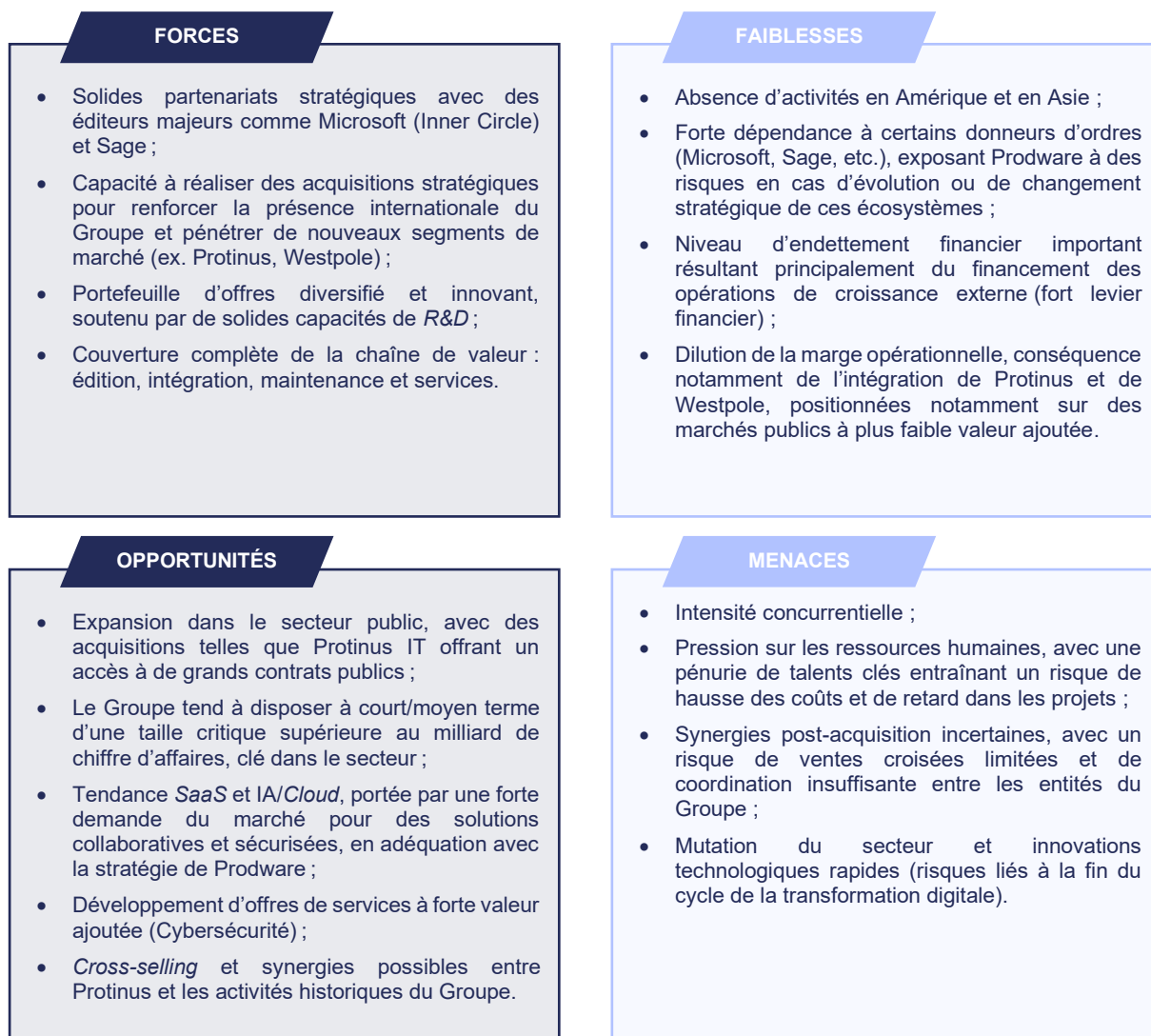
Sur la même période, la dette financière nette a augmenté, passant de -224 474 k€ à -231 675 k€ (en ce compris les dettes de loyers IFRS 16). Cette évolution s'inscrit dans la tendance observée depuis 2019, marquée par une dégradation continue de la position d'endettement net du Groupe.

Enfin, il convient de relever que la dette financière nette a de nouveau augmenté, passant de -231 675 k€ à -276 207 k€ (en ce compris les dettes de loyers IFRS 16), après notamment le refinancement de la dette financière du Groupe en juillet 2025 qui a pris la forme d'un crédit syndiqué de 326 M€, structuré en *Term Loan B*, *Term Loan C* et RCF (« *Revolving Credit Facility* ») avec un *pool* bancaire (cf. nos développements en §6.3.2).

5 Matrice *SWOT*

Nous présentons ci-après les forces et faiblesses du Groupe, ainsi que les menaces et opportunités auxquelles celui-ci est confronté sur ses marchés :

Figure 17 - Matrice *SWOT* de Prodware



Sources : Société et Analyses Finexsi

6 Évaluation des actions de Prodware

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

6.1 Méthodes d'évaluation écartées

Nos travaux nous ont conduits à écarter les méthodes suivantes :

6.1.1 Actif net comptable consolidé

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

À titre d'information, l'ANC consolidé part du Groupe au 30 juin 2025 s'établit à 116 288 k€, soit une valeur par action de 12,1 € sur une base entièrement diluée³¹.

6.1.2 Actif net comptable réévalué

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

6.1.3 La valeur de rendement (capitalisation du dividende)

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

Toutefois, la Société n'ayant pas versé de dividendes depuis 2019, et n'ayant pas annoncé au marché de prévisions précises en matière de distribution, nous ne retiendrons pas cette méthode. De plus, elle apparaît moins pertinente que l'approche par l'actualisation des flux futurs de trésorerie (« **DCF** ») que nous mettons en œuvre.

³¹ 116.288 k€ / 9.607.551 actions.

6.1.4 *La référence aux objectifs de cours des analystes*

Cette approche, qui consiste à se référer aux objectifs de cours publiés par les analystes financiers suivant le titre, ne peut être mise en œuvre dans la mesure où le titre Prodware n'est suivi par aucun analyste financier compte tenu de la liquidité limitée du titre.

6.1.5 *Valeur liquidative*

Nous n'avons pas considéré devoir retenir cette méthode, non pertinente dans un contexte où le Groupe opère en continuité d'exploitation, ce qui conduit à appliquer des approches en cohérence avec ce principe permettant de valoriser de façon adaptée les actions Prodware.

6.1.6 *Les transactions intervenues sur le capital : Offre Publique d'Achat 2021 et l'augmentation de capital Phast Invest datant de février 2023*

Comme mentionné précédemment (cf. §1), Phast Invest, agissant de concert avec les Associés Historiques³², avait déposé, le 25 octobre 2021, une Offre Publique d'Achat sur les actions de Prodware, au prix de 8,80 € par action. À l'issue de cette opération, le Concert détenait directement et indirectement, 7.191.667 actions de la Société, représentant 92,82% du capital et 92,57% des droits de vote. Le Concert a ainsi pris le contrôle de la Société à la suite du succès de cette Offre, lui ayant permis d'acquérir un bloc de contrôle de 54,29% du capital et 46,73% des droits de vote.

Par la suite, l'Initiateur a procédé, le 17 février 2023, à une augmentation de capital d'un montant d'environ 18 M€ avec suppression du droit préférentiel de souscription, sur la base d'une valorisation d'entreprise du sous-jacent Prodware de 300 M€. À cette occasion, les Fonds Tikehau Actions 2023 ont souscrit à environ 80% soit à 129 actions Phast Invest, représentant environ 11,4% de son capital sur une base non diluée³³.

Ces transactions d'octobre 2021 et de février 2023 ne peuvent être retenues comme références dans le cadre de la présente Offre, en raison de leur ancienneté. Elles ne reflètent pas non plus le virage stratégique opéré par le Groupe dès 2023, marqué notamment par les acquisitions de Protinus IT et de Westpole.

6.1.7 *Transactions comparables*

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

Nous avons analysé les transactions intervenues dans le secteur. La plupart des transactions identifiées portent sur une part significative du capital (supérieure à 50%), intégrant par conséquent une prime de contrôle, ainsi que, le cas échéant, la valeur estimée des synergies par l'acquéreur

³² Messieurs Philippe BOUAZIZ, Alain CONRARD, Stéphane CONRARD, François RICHARD et la société S&A Audit.

³³ Soit environ 20,2% du capital sur une base entièrement diluée (i.e. en tenant compte des BSA 2021). Le prix de l'augmentation de capital s'établit par transparence à 18,83 € par action Prodware sur une base entièrement diluée.

en fonction de sa nature. Les transactions identifiées n'apparaissent toutefois pas pleinement comparables du fait, notamment de différences d'implantation géographique, de taille, de *mix produits*³⁴, et de niveaux de rentabilité opérationnelle, ne nous permettant pas de retenir cette méthode.

À titre d'illustration, les multiples extériorisés par un échantillon large de transactions s'établissent à environ 11,5x l'EBIT, étant rappelé que la plupart des transactions sous-tendent une prime de contrôle payée par l'initiateur, et le cas échéant, la valeur estimée des éventuelles synergies identifiées.

6.2 Critères d'évaluation retenus

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

- La référence au rachat en novembre 2025 des BSA 2021 Phast Invest détenus par les Fonds Tikehau BSA 2021 (cf. §6.4.1) ;
- La méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie DCF (cf. §6.4.2).

À titre secondaire, nous retenons également :

- La méthode analogique des comparables boursiers (cf. §6.4.3) ;
- La référence au cours de bourse de Prodware (cf. §6.4.4).

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

³⁴ Comme susmentionnée (cf. §2.4.1), le Groupe propose désormais des activités de négoce de matériel informatique, portée par les entités Protinus et Westpole, et des activités de *Business Applications*, développée sous la marque Prodware.

6.3 Données de référence de Prodware

6.3.1 Nombre de titres retenu

Nos calculs sont réalisés sur la base du nombre d'actions composant le capital social de la Société au 31 août 2025³⁵, soit 7.654.251 actions.

Au 31 août 2025, les seuls instruments dilutifs en circulation sont les 1.953.300 BSAANE détenus par Phast Invest et certains Managers du Groupe. Plusieurs plans coexistent, chacun présentant un prix d'exercice distinct³⁶. Compte tenu du prix d'Offre de 28,0 € par action Prodware, l'ensemble des BSAANE se trouvent dans la monnaie. En conséquence, nous retenons leur impact dilutif de 1.953.300 actions nouvelles Prodware, ainsi que la contrepartie d'entrée de trésorerie du fait de leur exercice (dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres - cf. §6.3.2).

Il est par ailleurs rappelé que l'Initiateur nous a confirmé que les BSAANE qu'il détient n'ont pas vocation à être annulés, en effet ceux-ci pourront, être exercés jusqu'en juin 2027 dans l'objectif notamment de renforcer les fonds propres du Groupe afin de conserver des marges de manœuvre suffisantes pour le respect de ses ratios financiers (*covenant* bancaire). On rappelle également que deux Managers détenteurs de BSAANE ont pris l'engagement de ne pas apporter à l'Offre les titres qui résulteraient de leur exercice (cf. §9.2), aussi il subsistera donc certains actionnaires minoritaires au capital de la Société, justifiant ainsi le fait que l'Initiateur n'annule pas les BSAANE qu'il détient du fait de leur potentiel dilutif à l'égard de ces actionnaires.

Enfin, il convient de noter que le calcul du prix de rachat par l'Initiateur des BSA 2021 détenus par les Fonds Tikehau BSA 2021 a été réalisé également sur une base entièrement diluée.

Tableau 8 - Nombre d'actions retenu au 31 août 2025 dans le cadre de nos travaux de valorisation

	31/08/2025
Nombre d'actions composant le capital social	7 654 251
BSAANE	1 953 300
Nombre d'actions retenu dans le cadre de nos travaux	9 607 551

Sources : *Projet de note d'information et Analyses Finexsi*

Le nombre d'actions dilué ainsi retenu s'établit à 9.607.551 actions sur une base entièrement diluée, ce nombre demeurant inchangé à meilleure date (cf. Tableau 1).

6.3.2 Éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres

Nous avons calculé le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres au 31 août 2025 afin d'intégrer le refinancement de la dette brute du Groupe intervenu en juillet 2025. Il apparaît en effet important de prendre en considération cette opération de refinancement qui est à la fois structurante du point de vue de l'endettement financier net et qui offre des conditions de

³⁵ Pour se situer à la date de la dette nette ajustée (cf. §6.3.2).

³⁶ 536.000 BSANE ont été émis le 14 mars 2016 avec un prix d'exercice de 8,10 €, 510.000 BSAANE le 28 avril 2017 avec un prix d'exercice de 8,10 €, 560.000 BSAANE le 30 juin 2017 avec un prix d'exercice de 8,32 €, et 347.300 BSAANE le 16 octobre 2018 avec un prix d'exercice de 13,19 €.

financement plus avantageuses³⁷. Ce refinancement a pris la forme d'un crédit syndiqué de 326 M€, structuré en *Term Loan B*, *Term Loan C* et RCF (« *Revolving Credit Facility* ») avec un *pool* bancaire.

Le *Management* nous a confirmé que les éléments d'ajustements issus des comptes consolidés au 30 juin 2025 publiés le 16 octobre 2025, à l'exception de la dette financière brute et de la trésorerie, sont inchangés au 31 août 2025.

Dès lors, la dette financière nette ajustée au 31 août 2025 a été déterminée comme suit :

Tableau 9 - Passage entre la valeur d'entreprise et la valeur des fonds propres de Prodware au 31 août 2025

En k€	31/08/2025
Endettement non courant	(326 000)
Endettement courant	(15 265)
Endettement financier brut	(341 265)
Trésorerie et équivalents de trésorerie	78 500
Endettement financier net	(262 765)
Participations dans les entreprises associées	612
Prêts aux salariés	1 981
Impôts différés actifs nets des impôts différés passifs	3 623
Économie potentielle actualisée des déficits fiscaux reportables non activés	29 321
Crédit d'impôt recherche	2 400
Exercice des BSAANE	17 713
Ajustement de BFR	10 000
Complément de prix Protinus	(11 336)
Engagements retraite et assimilés	(4 768)
Provisions courantes	(826)
Ajustements	48 719
Dette / (Trésorerie) nette ajustée pré-IFRS 16	(214 046)

Sources : Comptes consolidés S1 2025, Société et Analyses Finexsi

L'endettement financier net pré-IFRS 16 s'établissant à -262 765 k€ au 31 août 2025, n'appelle pas de commentaire particulier de notre part.

Nous avons ajusté l'endettement financier net des principaux éléments suivants :

- Les participations dans les entreprises associées pour un montant de 612 k€ (pour rappel, Prodware détient 50% du capital de CKL Software GmbH, intégrée par mise en équivalence) ;
- Les prêts aux salariés comptabilisés en immobilisations financières pour un montant de 1 981 k€ ;
- Les impôts différés actifs nets des impôts différés passifs au titre notamment (i) des reports fiscaux déficitaires pour un montant de 2 974 k€, (ii) des provisions retraite pour 610 k€, ainsi que (iii) des autres actifs pour 219 k€ ;
- L'économie d'impôts potentielle actualisée résultante des déficits fiscaux non activés au 30 juin 2025 (soit 29 321 k€). Ces déficits fiscaux ont été actualisés en fonction de leur

³⁷ Ces nouvelles conditions financières ayant été retenues par ailleurs dans nos travaux de calcul du taux d'actualisation pour les besoins de la mise en œuvre de la méthode de l'actualisation de flux futurs de trésorerie.

horizon de consommation sur l'horizon du plan d'affaires et au-delà puis intégrés dans notre calcul de dette financière nette. Ils ne sont par conséquent pas retenus en diminution de la charge d'impôt calculée dans le DCF ;

- La créance de Crédit d'Impôts Recherche (CIR) d'un montant de 2 400 k€³⁸ au 31 août 2025, qui fera l'objet d'un paiement par l'État français ;
- La trésorerie générée (17 713 k€) par l'exercice de 1.953.300 BSAANE dans la monnaie, compte tenu du prix d'Offre ;
- L'ajustement de saisonnalité du BFR pour un montant de 10 000 k€, dans la mesure où la position au 31 août 2025 constitue un point bas, avant la reprise de l'activité au cours du quatrième trimestre de l'exercice, notamment à partir d'octobre, en raison de l'utilisation, par les clients publics, des budgets alloués aux projets informatiques avant la fin de chaque exercice. Cet ajustement est calculé par différence entre la position au 31 août 2025 et une estimation du BFR normatif de 2025, qui a été déterminée sur indication du *Management* ;
- Le complément de prix associé à Protinus, pour un montant de -11 336 k€, ayant été débouclé au cours du quatrième trimestre 2025, et dont un montant de -12 000 k€ était comptabilisé dans le poste « Autres dettes dont produits constatés d'avance » au 30 juin 2025 ;
- Les engagements retraite et assimilés d'un montant de -4 768 k€ ;
- Les provisions courantes d'un montant de -826 k€ correspondant à des litiges prud'homaux et commerciaux.

Après retraitements, l'endettement financier net, hors prise en compte de la dette IFRS 16, s'établit à -214 046 k€ au 31 août 2025.

Nous précisons que pour nos différents calculs et analyses, nous avons considéré des agrégats ne tenant pas compte de l'application de la norme IFRS 16 dans la mesure où (i) ces agrégats avant retraitements IFRS 16 permettent de mieux refléter la situation patrimoniale et la performance financière réelle de la Société, notamment en termes de génération de trésorerie, et où (ii) l'incidence de cette norme a été retraitée par nos soins dans le plan d'affaires 2025B-2028E du *Management* sur lequel se fondent nos analyses. En conséquence, la dette nette présentée ci-avant n'intègre pas la dette IFRS 16 relative aux loyers d'un montant d'environ 13 442 k€ au 31 août 2025.

³⁸ Montant de la créance constatée au 30 juin 2025 et confirmé par le *Management* comme étant la meilleure estimation applicable au 31 août 2025.

6.4 Mise en œuvre de la valorisation de Prodware

6.4.1 La référence au rachat en novembre 2025 des BSA 2021 Phast Invest détenus par les Fonds Tikehau BSA 2021 (à titre principal)

Cette méthode consiste à évaluer une société par référence aux transactions significatives intervenues récemment sur son capital ou sur la *holding* qui porte les titres visés (à l'exclusion des mouvements intervenus sur le marché, qui concourent à la cotation de l'action et qui sont reflétés dans l'analyse du cours de bourse, qui constitue un critère d'évaluation distinct examiné par ailleurs).

Concernant Phast Invest, nous nous référons à :

- L'émission d'un emprunt obligataire d'un montant total de 60 M€ ayant permis de financer l'Offre Publique d'Achat de fin 2021, composé de 600 Obligations 2021, chacune assortie d'un BSA 2021 Phast Invest. À ce jour, 466 Obligations 2021 et BSA 2021 détenues par les Fonds Tikehau BSA 2021 demeurent en circulation ;
- L'augmentation de capital du 17 février 2023 d'un montant d'environ 18 M€ avec suppression du droit préférentiel de souscription, où les Fonds Tikehau Actions 2023 ont souscrit à 129 Actions 2023 de l'Initiateur représentant environ 11,2% du capital de l'Initiateur sur une base non diluée.

Dans le cadre de la présente Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire, Phast Invest a conclu le 22 octobre 2025, un contrat de souscription avec les Fonds Tikehau Obligations 2025³⁹ représentés par Tikehau Investment Management, portant sur l'émission d'un nouvel emprunt obligataire d'un montant nominal total de 120 M€ (les « **Obligations 2025** »). Ces Obligations 2025 non cotées ont pour objet de permettre (i) le financement de l'Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire, (ii) le refinancement intégral des Obligations 2021, et (iii) le rachat par Phast Invest de l'ensemble des titres détenus par les Fonds Tikehau Actions 2023 et les Fonds Tikehau BSA 2021. À ce titre, l'Initiateur et les Fonds Tikehau Obligations 2025 ont conclu le 13 novembre 2025 un contrat d'achat et de vente portant sur l'intégralité des titres détenus par ces derniers (le « **Contrat de Vente 2025** »).

Nous précisons que l'engagement contractuel consécutif à l'augmentation de capital de Phast Invest d'environ 18 M€ datant du 13 février 2023 et souscrit à environ 80% par Fonds Tikehau Actions 2023, stipule un Taux de Rendement Interne (« **TRI** ») minimum de 10% pour les Fonds Tikehau Actions 2023 dans plusieurs hypothèses de sortie. À titre illustratif, ce TRI minimum de 10% s'apprécie au moment où les Associés Historiques exercent leur droit de sortie forcée. Autrement dit, si ces derniers reçoivent une offre de rachat de Phast Invest, ils ne peuvent forcer les Fonds Tikehau Actions 2023 à vendre que si le prix de cession permet à Tikehau d'obtenir un TRI minimum de 10% à cette date de sortie.

Le prix de rachat par Phast Invest des 129 Actions 2023 détenues par les Fonds Tikehau Actions 2023 a été défini contractuellement par référence à ce TRI de 10%, mettant ainsi en exergue une valeur par action par transparence de 25,98 € par action Prodware, sur une base entièrement diluée.

³⁹ Prima EU Crédit Fund, SC TKH EU PD S.A R.L., Tikehau Direct Lending V, Tikehau Direct Lending V – EI, Tikehau Direct Lending 5L Finance, MACSF Invest (devenu Tikehau Financement Entreprises) et MPTDL (« **les Fonds Tikehau Obligations 2025** »).

Quant aux BSA 2021, leur prix de rachat a fait l'objet d'une négociation libre entre Phast Invest et les Fonds Tikehau BSA 2021, laquelle a abouti sur la base de ce même prix de 25,98 € par action Prodware (par transparence et sur une base entièrement diluée).

En conséquence, nous observons que (i) le prix des Actions 2023 qui résulte de la stricte application d'un mécanisme contractuel préalablement arrêté entre l'Initiateur et les Fonds Tikehau Actions 2023 en février 2023 et (ii) le prix de rachat des BSA 2021 qui a fait l'objet d'une négociation libre entre Phast Invest et les Fonds Tikehau BSA 2021, ont été fixés sur la même base de valorisation, soit 25,98 € par action Prodware sur une base entièrement diluée.

Le prix de rachat des BSA 2021 qui fixe par transparence un prix de 25,98 € par action Prodware constitue ainsi une référence directe, actuelle et représentative des conditions d'une transaction librement négociée, que nous retenons ainsi à titre principal pour notre analyse. Nous faisons observer par ailleurs que le Contrat de Vente 2025 ne contient aucune clause d'ajustement de prix (« *top-up* ») ni aucun complément de prix de quelque nature que ce soit au bénéfice des Fonds Tikehau Actions 2023 et BSA 2021, notamment compte tenu du prix d'Offre supérieur de 28,0 € par action Prodware.

6.4.2 Approche par l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels (à titre principal)

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

Cette méthode permet de reconnaître la valeur attribuable aux perspectives de développement anticipée par le *Management* de la Société et nous paraît adaptée à la situation de Prodware compte tenu de son récent virage stratégique. Elle est par ailleurs représentative de la pleine valeur de la Société dans la mesure où elle suppose d'avoir l'accès et le contrôle des flux générés par celle-ci.

6.4.2.1 Présentation du plan d'affaires 2025B-2028E du Management

Conformément à la recommandation 2006-15 de l'AMF, nous avons mené nos travaux sur la base du plan d'affaires *standalone* 2025B-2028E (le « **Plan d'Affaires 2025** ») *post*-IFRS 16 établi par le *Management* et approuvé par le Conseil d'administration de la Société en date du 18 octobre 2025. Ce Plan d'Affaires 2025, construit selon une approche « *top-down* », n'intègre pas de projet de croissance externe future ni de cession d'actifs significatifs et traduit la mutation stratégique prise par le Groupe en 2023. Le Plan d'Affaires 2025 tient compte de l'acquisition en août 2025 de la société Bisoft, société belge spécialisée dans l'infrastructure informatique et la gestion de projets pour les entreprises et le secteur public belges, visant à accroître les synergies avec Westpole en Belgique.

Le Plan d'Affaires 2025 a été établi à partir des derniers résultats disponibles (comptes consolidés au 31 décembre 2024 et au 30 juin 2025), du Budget 2025B et des tendances de marché observées après la pleine intégration en 2024, de Protinus et de Westpole au sein du périmètre historique du Groupe. Celui-ci repose sur les principales hypothèses suivantes :

- Une croissance du chiffre d'affaires estimée à +5,0% en 2025B, puis à environ +6,0% par an sur le reste de la période, soit un taux de croissance annuel moyen de +6,0% sur 2025B-2028E, soutenue principalement par l'activité de négoce informatique portée par Protinus et Westpole, qui représentent à eux seuls plus de 70% du chiffre d'affaires total sur l'horizon du Plan d'Affaires 2025. Cette dynamique apparaît en ligne avec les perspectives de marché publiées par *Statista*. En effet, le segment *Business Applications* rassemblant les activités historiques de Prodware étant prévu en hausse de +4,1% sur 2025B - 2028E dans le Plan d'Affaires, en ligne avec les prévisions du marché des services *IT* en Europe sur les quatre prochaines années (cf. §3.1.4). Par ailleurs, la croissance annuelle moyenne de +6,6% prévue pour l'activité de négoce de matériel informatique ressort globalement en ligne avec celle observée pour l'échantillon de sociétés comparables (cf. §8.2.4) ;
- Une marge brute stable sur l'horizon du Plan d'Affaires 2025, mais à un niveau inférieur à la marge brute historique du Groupe sur son activité *Business Applications* (cf. §4.1), en raison des activités de négoce de matériel informatique portées par Protinus et Westpole. Ces activités, centrées sur la vente de matériels et de logiciels, génèrent un volume d'achats important, ce qui pèse mécaniquement sur le taux de marge brute du Groupe ;
- Une diminution progressive de la marge d'EBIT sur l'horizon du plan d'affaires jusqu'à atteindre 6,7% en 2028E. Cette baisse reflète notamment (i) les tendances observées à l'échelle du Groupe depuis l'intégration des activités de négoce susmentionnées à plus faible valeur ajoutée⁴⁰, et (ii) le fait que ces activités connaissent actuellement un plafonnement de la croissance dans certaines zones géographiques matures, contraignant le Groupe à se repositionner sur de nouveaux marchés offrant un potentiel de développement, mais à des niveaux de marge plus faibles ;
- Une diminution progressive du BFR (négatif en 2024) en proportion du chiffre d'affaires compte tenu des activités Protinus et Westpole consommatrices de BFR du fait de leur typologie (achats de matériel, de *software* et de forte sous-traitance impliquant une sortie de trésorerie avant une entrée de trésorerie) ;
- Des investissements (CAPEX) en forte diminution par rapport à 2023 et 2024, à hauteur de 25 M€ par an sur l'horizon du Plan d'Affaires 2025, en lien notamment avec la fin des livraisons en 2024 de BPSA, le Système d'Information du Groupe, ce qui devrait avoir une incidence favorable sur la génération de trésorerie.

Il est à noter que nous avons ajusté le Plan d'Affaires 2025 au niveau du BFR avec notamment :

- Le retraitement et la neutralisation du complément de prix lié à Protinus, d'un montant de 11 336 k€ (dont 12 000 k€ comptabilisés) débouclé au quatrième trimestre 2025. Ce montant est pris en compte dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres comme indiqué ci-avant (cf. §6.3.2) ;
- Le retraitement et la neutralisation de la créance de Crédit d'Impôt Recherche (CIR), pour un montant annuel de 4 800 k€, également appréhendé dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres pour moitié (cf. §6.3.2), étant précisé qu'un montant de 2 400 k€ a été perçu par la Société au cours du premier semestre 2025.

⁴⁰ Sur la période 2022 - premier semestre 2025, la marge opérationnelle du Groupe s'est contractée, passant de 15,6% en 2022 à 9,9% au premier semestre 2025 (cf.4.1).

Nous considérons ce Plan d'Affaires 2025 comme « équilibré » au regard du virage stratégique engagé par le Groupe depuis 2023. Il met en exergue la croissance de l'activité de négoce de matériel informatique à plus faible valeur ajoutée, dans un contexte où Protinus semble avoir atteint un certain plafonnement aux Pays-Bas, justifiant un virage stratégique naturel vers des marchés moins rentables. Dans un environnement marqué par une concurrence accrue, le Groupe rencontre encore des difficultés à développer des services sur mesure à plus forte valeur ajoutée⁴¹. Le *Management* nous a confirmé que l'intégration de Protinus et Westpole était plus compliquée qu'anticipée, et que les synergies attendues sur ces deux opérations ne sont à ce jour pas réalisées. Le *Management* indique que l'environnement de marché reste difficile, que les performances du premier semestre 2025 (cf. §6.4.2.1) ont été moins bonnes que prévu avec un recul marqué du taux de marge opérationnel qui incite donc à la prudence s'agissant des perspectives à court et moyen terme.

6.4.2.2 Détermination des flux de trésorerie

Extrapolation

Nous avons extrapolé le Plan d'Affaires 2025 sur cinq années supplémentaires, soit sur la période 2029E-2033E, afin de tendre progressivement vers une performance normative qui repose sur les principales hypothèses suivantes :

- Un taux de croissance du chiffre d'affaires qui converge linéairement vers le taux de croissance à l'infini retenu dans le flux normatif (cf. ci-après) ;
- Après la diminution de la marge d'EBIT sur l'horizon du Plan d'Affaires 20215, nous avons modélisé une marge d'EBIT en progression sur la période d'extrapolation, pour atteindre 7,0% du chiffre d'affaires, considérant ainsi le potentiel de synergies entre les activités historiques de la Société, à plus forte rentabilité, et les activités de négoce de matériel informatique (*Négoce - VAR*). Ainsi, nous avons factorisé une partie des synergies commerciales attendues aux bornes de Protinus, reflétant la volonté du *Management* de développer progressivement les activités à plus forte valeur ajoutée de « *Software* » chez les clients actuels des activités de négoce de matériel informatique (Protinus et Westpole). Il convient toutefois de souligner que ces synergies ne sont pas encore réalisées à ce stade, comme en témoignent les résultats consolidés actuels, ce qui implique un niveau de risque évident quant à leur pleine concrétisation avec une marge de l'activité de négoce de matériel informatique qui est en légère décroissance entre 2024 et le premier semestre 2025 ;
- Un niveau de dotations aux amortissements et dépréciations convergeant progressivement vers le niveau de CAPEX normatif de 1,6% du chiffre d'affaires, soit un niveau inférieur à la moyenne observée au niveau des acteurs du secteur, ce qui est favorable dans le cadre de la détermination de la valeur intrinsèque de l'action Prodware ;
- Un BFR de Prodware maintenu stable à -3,8% du chiffre d'affaires, niveau correspondant à la moyenne observée sur l'horizon du Plan d'Affaires 2025 et lors du dernier exercice clos en 2024.

⁴¹ Par exemple, des services *helpdesk* sous forme de contrats à plus forte valeur ajoutée.

Norme IFRS 16

Le Plan d'Affaires 2025 du *Management* intègre les effets de la norme IFRS 16, ce qui signifie que les charges de loyers d'un montant estimé à environ 9 M€ en 2025B ne sont pas prises en compte dans la détermination des flux de trésorerie.

Nous avons procédé à un retraitement afin de réintégrer les charges de loyers dans la détermination des flux de trésorerie et n'avons, en conséquence, pas retenu la dette relative aux contrats de location telle que reconnue par IFRS 16 dans le calcul de l'endettement financier net (cf. §6.3.2).

Impôts sur les sociétés

Comme indiqué ci-avant, nous avons retenu l'impôt sur les sociétés théorique de la Société, soit 25,83%, en ligne avec le taux d'impôt sur les sociétés pondéré par géographie.

Les déficits fiscaux reportables activés et non activés n'ont pas été retenus en diminution de la charge d'impôts, mais modélisés séparément et intégrés dans notre calcul du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres pour leur montant actualisé (cf. §6.3.2).

Actualisation des flux

Dans la mesure où le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres a été déterminé sur la base de la situation financière du Groupe au 31 août 2025 après refinancement datant de juillet 2025, cette date du 31 août 2025 a également été retenue comme référence pour le calcul du premier flux du DCF représentant les 4 derniers mois de l'exercice 2025B (i.e. de septembre à décembre).

Nous avons actualisé les flux de trésorerie à mi-année à compter du 31 août 2025, date à laquelle la dette financière nette ajustée est déterminée.

Flux normatif

Un taux de croissance à l'infini de 2,0% a été appliqué au flux normatif, correspondant à la moyenne pondérée des prévisions d'inflation à long terme par le chiffre d'affaires par zone géographique attendu en 2030E⁴².

Le flux normatif a par la suite été construit avec les mêmes paramètres susvisés que pour la période d'extrapolation.

6.4.2.3 Taux d'actualisation

Nous avons retenu le coût moyen pondéré du capital de Prodware pour actualiser les flux de trésorerie futurs. Ce taux a été estimé à 10,8% sur la base des éléments suivants :

⁴² Source : FMI, « *World Economic Outlook Database* » - inflation, *average consumer prices* - Avril 2025.

- Un taux sans risque de 3,38% correspondant au taux moyen de l'OAT TEC 10 ans (moyenne 6 mois calculée le 31 octobre 2025 - Source : Banque de France) ;
- Une prime de risque du marché des actions de 4,99% (moyenne 6 mois - Source modèle interne Finexsi à la même date) ;
- Un bêta désendetté de 1,18 (moyenne 2 ans des bêtas des comparables boursiers retenus dans notre échantillon disposant d'un R2 > 20%) ;
- Une prime de taille d'environ 3,6% déterminée par la différence entre la taille du Groupe Prodware et celle des sociétés comparables utilisées pour le calcul du bêta (Source : Duff & Phelps / Kroll) ;
- Un coût de la dette avant impôts d'environ 5,9%, reflétant le coût moyen pondéré de l'endettement financier brut de la Société au 31 août 2025 après le refinancement intervenu en juillet 2025, étant précisé que ce taux est variable en fonction de l'évolution du ratio de levier financier, lequel a été calculé à 3,3x à fin août 2025 ;
- Un *Gearing* d'environ 100% calculé sur la base de l'endettement financier net de la Société et des capitaux propres, reflétant ainsi le niveau d'endettement important de la Société par rapport aux acteurs du marché (cf. §5 et §4.3.2), ce qui est une approche favorable à l'actionnaire minoritaire dans le cadre de la détermination de la valeur intrinsèque de l'action Prodware ;
- Un taux d'impôt de 25,83% correspondant au taux d'imposition théorique de la Société.

6.4.2.4 Résultats de l'évaluation

Sur ces bases, la valeur d'entreprise de Prodware ressort à 467 122 k€. Compte tenu du montant du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres susmentionnée, le montant des fonds propres s'établit à 253 076 k€, soit 26,3 € par action Prodware.

Les sensibilités de la valeur par action Prodware à une variation combinée (i) du taux d'actualisation (de -0,25 point à +0,25 point) et du taux de croissance à l'infini (de -0,25 point à +0,25 point), et (ii) du taux d'actualisation (de -0,25 point à +0,25 point) et du taux de marge d'EBIT normatif (de -0,25 point à +0,25 point) sont présentées ci-après :

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

		Taux d'actualisation (%)				
		10,3%	10,6%	10,8%	11,1%	11,3%
Taux de croissance à l'infini (%)	2,5%	32,2	30,3	28,6	27,0	25,4
	2,3%	30,8	29,1	27,4	25,9	24,4
	2,0%	29,6	27,9	26,3	24,9	23,5
	1,8%	28,4	26,8	25,3	23,9	22,6
	1,5%	27,3	25,8	24,3	23,0	21,7

Source : Analyses Finexsi

Tableau 11 - Analyse de la sensibilité à une variation combinée du taux d'actualisation et du taux de marge d'EBIT normatif

		Taux d'actualisation (%)				
		10,3%	10,6%	10,8%	11,1%	11,3%
Marge d'EBIT (%)	7,5%	32,2	30,5	28,8	27,2	25,7
	7,3%	30,9	29,2	27,6	26,0	24,6
	7,0%	29,6	27,9	26,3	24,9	23,5
	6,8%	28,2	26,6	25,1	23,7	22,3
	6,5%	26,9	25,4	23,9	22,5	21,2

Source : Analyses Finexsi

Nous retiendrons à l'issue de cette analyse une fourchette de valeurs comprises entre 24,9 € et 27,9 € par action Prodware, avec une valeur centrale de 26,3 €. Le prix d'Offre fait ainsi ressortir une prime de +12,6% sur la borne basse, une prime de +6,3% sur la valeur centrale et une prime limitée de +0,3% sur la borne haute de notre fourchette.

6.4.3 Méthode des comparables boursiers (à titre secondaire)

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

À la suite des acquisitions de Protinus et Westpole réalisées en 2023, et comme susmentionné, le Groupe est désormais présent sur deux secteurs d'activité distincts : **Software** et **Négoce - VAR**. Cette évolution justifie, selon nous, la mise en œuvre d'une approche de valorisation par la somme des parties (*Sum of the Parts* - « **SOTP** »), afin de distinguer ces deux pôles d'activités et de mieux refléter leurs dynamiques et leurs profils de rentabilité respectifs. En conséquence, deux échantillons distincts de sociétés « comparables » ont été constitués pour chacune des activités du Groupe.

En revanche, compte tenu des spécificités des deux pôles d'activité de Prodware (**Software** et **Négoce - VAR**), nous n'avons pas identifié de sociétés cotées qui leur soient pleinement comparables, en raison notamment de leur mix métiers/produits, de leur implantation géographique, de leur taille, et de leur niveau de profitabilité. Pour ces raisons, nous présentons cette méthode analogique par la somme des parties à titre secondaire.

Nous avons identifié neuf sociétés cotées intervenant partiellement sur le marché du **Software** sur lequel opère Prodware, que nous présentons ci-après :

- **Ctac N.V. (« Ctac »)** est une entreprise néerlandaise de services numériques et de conseil technologique, experte dans l'intégration des solutions SAP et Microsoft. Elle accompagne les organisations dans leur transformation digitale en proposant des services de conseil, de *Cloud*, de gestion de licences logicielles et de maintenance. Au 31 décembre 2024, Ctac a réalisé un chiffre d'affaires de 124 M€ (dont 90% aux Pays-Bas) pour un EBIT de 6 M€, soit une marge d'environ 5% ;
- **Linedata Services S.A. (« Linedata »)** est une société française spécialisée dans les solutions technologiques pour le secteur financier, couvrant notamment la gestion d'actifs, le crédit et les financements. Elle propose des logiciels modulaires, des services de *data* et *analytics*, ainsi que du conseil, de l'intégration, de l'hébergement et de la maintenance.

Au 31 décembre 2024, Linedata a réalisé un chiffre d'affaires de 184 M€ (dont 44% en Amérique du Nord et 32% en Europe du Sud) pour un EBIT de 40 M€, soit une marge d'environ 22% ;

- **Neurones S.A.** (« **Neurones** ») est une entreprise française de services numériques structurée autour de trois pôles : les infrastructures (intégration de systèmes, infogérance, *Cloud*, cybersécurité), les applications (solutions SAP, *Data*, *IoT*, formation) et le conseil en transformation digitale, *management* et organisation. Au 31 décembre 2024, Neurones a réalisé un chiffre d'affaires de 810 M€ (dont 100% en France) pour un EBIT de 78 M€, soit une marge d'environ 10% ;
- **Cegedim SA** (« **Cegedim** ») est une société française spécialisée dans les solutions et les services pour le secteur de la santé. La société propose une gamme de produits et de services destinés à améliorer l'efficacité et la gestion dans les domaines de la pharmacie, de la médecine, et des assurances santé. Au 31 décembre 2024, Cegedim a réalisé un chiffre d'affaires de 655 M€ (dont 91% en France) pour un EBIT de 39 M€, soit une marge d'environ 6% ;
- **Sword Group S.E.** (« **Sword** ») est un groupe luxembourgeois développant à la demande du client des fonctionnalités supplémentaires sur les logiciels standards existants. La société intègre des solutions d'éditeurs partenaires et fournit également des prestations de conseil (solutions de performance, stratégie, etc.) pour la mise en place de solutions innovantes. Au 31 décembre 2024, Sword a réalisé un chiffre d'affaires de 323 M€ (dont 95% en Europe) pour un EBIT de 31 M€, soit une marge d'environ 10% ;
- **All for One Group SE** (« **All for One** ») est un fournisseur allemand spécialisé dans les solutions et les services SAP destinés aux petites et moyennes entreprises. Elle propose une gamme de prestations incluant le conseil, la vente de licences logicielles, l'externalisation ainsi que divers services en technologies de l'information. Au 30 septembre 2024, All for One a réalisé un chiffre d'affaires de 511 M€ (dont 78% en Allemagne) pour un EBIT de 28 M€, soit une marge d'environ 5% ;
- **Endava plc** (« **Endava** ») est une entreprise britannique spécialisée dans les services numériques et le conseil technologique. Elle accompagne les organisations dans leur transformation digitale en alliant stratégie, ingénierie logicielle, intégration *Cloud*, automatisation et valorisation des données grâce à l'Intelligence Artificielle. Au 30 juin 2025⁴³, Endava a réalisé un chiffre d'affaires de 901 M€ (dont 38% en Amérique du Nord, 33% au Royaume-Uni et 23% en Europe) pour un EBIT de 37 M€, soit une marge d'environ 4% ;
- **Digia Oyj** (« **Digia** ») est une entreprise finlandaise spécialisée dans les services numériques et l'ingénierie logicielle. Elle accompagne les organisations dans leur transformation digitale grâce à des solutions intégrant le développement d'applications, l'intégration de systèmes d'entreprise (ERP, CRM), l'analyse de données, l'automatisation, l'Intelligence Artificielle et la cybersécurité. Elle propose aussi du conseil stratégique et de la gestion d'infrastructures IT. Au 31 décembre 2024, Digia a réalisé un chiffre d'affaires de 206 M€ (dont 88% en Finlande) pour un EBIT de 18 M€, soit une marge d'environ 9% ;

⁴³ Taux de change GBP / EUR de 1,1666 au 30/06/2025 – Source : C/I.Q.

- **Nextedia S.A.** (« **Nextedia** ») est une entreprise de services numériques française spécialisée dans l'expérience client, la cybersécurité, le *Cloud* et le *Digital Workplace*. Elle intervient principalement auprès de clients finaux issus des secteurs suivants : Banque & Assurance, Santé, Médias & Télécoms, Tourisme & Transports, Distribution, Beauté & Luxe, ainsi qu'Industrie & Énergie. Au 31 décembre 2024, Nextedia a réalisé un chiffre d'affaires de 65 M€ (dont 88% en France) pour un EBIT de 3 M€, soit une marge d'environ 5%.

Nous avons identifié quatre sociétés cotées intervenant plus ou moins partiellement sur le marché du **Négoce - VAR** sur lequel opèrent globalement Protinus et Westpole, que nous présentons ci-après :

- **SeSa S.p.A.** (« **SeSa** ») est une entreprise italienne spécialisée dans la distribution de technologies de l'information et la fourniture de services numériques aux entreprises. Distributeur à valeur ajoutée, elle propose une large gamme de produits informatiques, de logiciels, ainsi que des services logistiques et technologiques couvrant notamment le *Cloud*, la cybersécurité et l'intégration de systèmes. Au 30 avril 2025, SeSa a réalisé un chiffre d'affaires de 3 257 M€ (dont 97% en Italie) pour un EBIT de 124 M€, soit une marge d'environ 4% ;
- **Atea ASA** (« **Atea** ») est une entreprise norvégienne spécialisée dans la fourniture de solutions et de services informatiques à destination des entreprises et du secteur public. Elle propose une offre complète couvrant la vente de matériel informatique (ordinateurs, serveurs, réseaux, équipements de stockage), de logiciels et de licences, ainsi que des prestations à forte valeur ajoutée telles que le conseil, l'intégration de systèmes, la cybersécurité ou encore les services *Cloud*. Au 31 décembre 2024, Atea⁴⁴ a réalisé un chiffre d'affaires de 2 940 M€ (dont 37% en Suède, 25% en Norvège et 23% au Danemark) pour un EBIT de 100 M€, soit une marge d'environ 3% ;
- **Econocom Groupe SE** (« **Econocom** ») est une entreprise belge spécialisée dans la transformation numérique des organisations. Elle propose aux entreprises et administrations des solutions de distribution, de services informatiques et de financement. Ses activités couvrent la vente d'équipements IT, la fourniture de services numériques (*Cloud*, maintenance, cybersécurité, intégration) et le financement technologique via des modèles flexibles comme le *leasing*. Au 31 décembre 2024, Econocom a réalisé un chiffre d'affaires de 2 744 M€ (dont 45% en France et 29% en Europe du Sud) pour un EBIT de 88 M€, soit une marge d'environ 3% ;
- **Computacenter plc** (« **Computacenter** ») est une entreprise britannique spécialisée dans les services informatiques et l'infrastructure numérique. Elle accompagne les organisations publiques et privées dans la conception, la mise en œuvre et la gestion de leurs environnements *IT*. Ses activités incluent la fourniture et l'intégration de matériel et de logiciels, le conseil technologique et les services managés assurant l'exploitation, le support et la maintenance des infrastructures informatiques. Au 31 décembre 2024⁴⁵, Computacenter a réalisé un chiffre d'affaires de 8 422 M€ (dont 42% aux États-Unis, 29% en Allemagne et 17% au Royaume-Uni) pour un EBIT de 288 M€, soit une marge d'environ 3%.

⁴⁴ Taux de change NOK / EUR de 0,08502 au 31/12/2024 – Source : C/IQ.

⁴⁵ Taux de change GBP / EUR de 1,20923 au 31/12/2024 – Source : C/IQ

Dans le cadre d'une approche globale, nous avons par ailleurs identifié d'autres sociétés ayant une activité similaire à celle de Prodware, mais qui n'ont pas été retenues car insuffisamment comparables :

- **Kontron AG**, entreprise autrichienne spécialisée dans l'industrie 4.0, les systèmes informatiques embarqués et les technologies *IoT*, n'a pas été retenue en raison de la déconsolidation de son activité *Computer-On-Modules* (COM) au premier semestre 2025 et de la cession de sa filiale JUMPtéc GmbH à Congatec GmbH. Cette réorganisation, marquée par le *Carve-Out* de l'activité COM en mars 2025 puis par la prise de participation majoritaire (96%) de Congatec en juin 2025, a sensiblement modifié le périmètre d'activité et l'EBITDA du groupe ;
- **Comarch S.A.** est un éditeur, hébergeur et intégrateur de solutions *IT* n'a pas été retenu en raison de son retrait de cotation, à la suite de son acquisition par CVC Capital Partners Fund IX en décembre 2024 ;
- **Ordina N.V.**, groupe néerlandais spécialisé dans la transformation digitale et les services informatiques (développement et intégration de systèmes, maintenance applicative, conseil, etc.), n'a pas été retenu en raison de son retrait de cotation à la suite de son acquisition par Sopra Steria Group en septembre 2023 ;
- **74Software** (anciennement Axway), entreprise franco-américaine spécialisée dans l'édition de logiciels et les services numériques, notamment dans la gestion sécurisée des transferts de fichiers, l'intégration B2B et les API, n'a pas été retenue en raison de l'acquisition, en 2024, de Sopra Banking Software, un éditeur de solutions destinées aux institutions financières. Cette opération a transformé le profil de l'entreprise, désormais davantage orientée vers les solutions bancaires et financières. En 2024, l'activité Sopra Banking Software représentait environ 60% du chiffre d'affaires consolidé, contre 40% pour les activités historiques d'Axway ;
- **ALSO Holding**, distributeur suisse à valeur ajoutée spécialisé dans les produits et services IT (*hardware* et *software*), n'a pas été retenue en raison de l'acquisition de Westcoast Holdco Limited, finalisée en mars 2025 pour un montant de 553 M€. Cette opération a profondément transformé le périmètre d'activité du groupe, dont le chiffre d'affaires est passé de 5 100 M€ au premier semestre 2024 à 6 865 M€ au premier semestre 2025 (+35%), illustrant l'impact significatif de cette acquisition sur sa performance financière ;
- **Bechtle AG**, distributeur allemand de solutions informatiques combinant la vente de matériels et de logiciels avec des services *IT* à valeur ajoutée, n'a pas été retenue en raison d'un profil de rentabilité supérieur à celui de Protinus / Westpole (marge d'EBIT 2024 : 5,6% contre 2,0% pour Protinus) et d'une empreinte géographique beaucoup plus étendue, en ce compris l'Asie, les États-Unis et l'Amérique du Sud, zones où le Groupe n'est pas présent.

Nous présentons, ci-après, les perspectives de croissance du chiffre d'affaires et du résultat opérationnel attendu pour 2025E, 2026E et 2027E par les analystes financiers suivant les sociétés de nos deux échantillons de comparables. Les différences d'intensité capitalistique, l'impact des coûts de restructuration et de politique d'activation des coûts de développement entre Prodware et les sociétés de l'échantillon ainsi que les effets de la norme IFRS 16, nous ont conduits à retenir les multiples d'EBIT, jugés plus pertinents au cas d'espèce.

Tableau 12 - Perspectives de croissance du chiffre d'affaires et du taux de marge d'EBIT attendus par le consensus des analystes financiers

Comparables	Pays	CA (mEUR)	VE (mEUR)	Croissance du chiffre d'affaires			Marge d'EBIT		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
Ctac N.V.	Pays-Bas	124	59	3,8 %	5,4 %	5,1 %	4,6 %	5,1 %	4,9 %
Linedata Services S.A.	France	184	285	(7,5)%	2,4 %	1,4 %	16,8 %	17,5 %	19,3 %
Neurones S.A.	France	810	814	5,5 %	5,5 %	6,0 %	8,4 %	9,0 %	10,0 %
Cegedim SA	France	654	449	1,6 %	4,8 %	6,1 %	6,6 %	7,3 %	8,0 %
Sword Group S.E.	Luxembourg	323	393	11,9 %	11,6 %	10,3 %	8,7 %	8,9 %	9,2 %
All for One Group SE	Allemagne	511	260	3,0 %	5,0 %	3,4 %	4,9 %	6,7 %	7,3 %
Endava plc	Royaume-Uni	901	619	0,8 %	0,8 %	4,0 %	7,1 %	11,0 %	12,9 %
Digia Oyj	Finlande	206	187	5,0 %	5,3 %	2,8 %	9,2 %	9,8 %	9,4 %
Nextedia S.A.	France	65	14	(8,2)%	0,7 %	3,1 %	3,3 %	4,3 %	4,7 %
Moyenne Software				3,0 %	5,1 %	4,9 %	8,3 %	9,4 %	10,1 %
SeSa S.p.A.	Italie	3 252	1 366	6,7 %	6,5 %	5,9 %	4,5 %	4,6 %	4,8 %
Atea ASA	Norvège	2 940	1 586	10,8 %	8,5 %	7,2 %	3,8 %	4,1 %	4,2 %
Econocom Group SE	Belgique	2 744	571	6,8 %	4,7 %	6,9 %	3,9 %	4,2 %	4,5 %
Computacenter plc	Royaume-Uni	8 422	3 251	13,7 %	2,3 %	5,0 %	3,2 %	3,4 %	3,5 %
Moyenne Négoc - VAR				9,5 %	5,5 %	6,2 %	3,9 %	4,1 %	4,3 %
Moyenne Total				4,2 %	4,9 %	5,2 %	6,5 %	7,4 %	7,9 %

Source : Capital IQ, au 6 novembre 2025

De manière générale, la croissance du chiffre d'affaires du « *Négoc - VAR* » apparaît plus soutenue que celle du « *Software* » tandis que les marges d'EBIT sont plus faibles en moyenne d'environ 2 points de marge.

Les sociétés des deux échantillons présentent au global des taux de croissance du chiffre d'affaires globalement en ligne avec les prévisions du Plan d'Affaires 2025 du *Management*, mais des marges d'EBIT supérieures à celles anticipées à l'échelle du Groupe sur les exercices 2026E à 2027E.

Les multiples d'EBIT 2025E, 2026E et 2027E des sociétés comparables se présentent comme suit :

Tableau 13 - Multiples d'EBIT 2025E, 2026E et 2027E observés sur les sociétés comparables

Comparables	Pays	CA (mEUR)	VE ** (mEUR)	xEBIT*		
				2025E	2026E	2027E
Ctac N.V.	Pays-Bas	124	59	8,5x	7,2x	7,2x
Linedata Services S.A.	France	184	285	11,8x	11,0x	9,9x
Neurones S.A.	France	810	814	10,7x	9,4x	8,0x
Cegedim SA	France	654	449	8,7x	7,5x	6,4x
Sword Group S.E.	Luxembourg	323	393	12,2x	10,8x	9,5x
All for One Group SE	Allemagne	511	260	9,3x	6,5x	5,7x
Endava plc	Royaume-Uni	901	619	10,2x	6,5x	5,3x
Digia Oyj	Finlande	206	187	9,5x	8,4x	8,5x
Nextedia S.A.	France	65	14	8,9x	6,7x	5,9x
Moyenne Software				10,0x	8,2x	7,4x
SeSa S.p.A.	Italie	3 252	1 366	9,2x	8,4x	7,6x
Atea ASA	Norvège	2 940	1 586	11,3x	9,7x	8,7x
Econocom Group SE	Belgique	2 744	571	4,9x	4,3x	3,8x
Computacenter plc	Royaume-Uni	8 422	3 251	9,5x	8,7x	8,1x
Moyenne Négoce - VAR				8,7x	7,8x	7,0x

* Multiples induits par (i) une Valeur d'Entreprise calculée sur la base du CMPV trois mois au 6 novembre 2025 et d'un nombre moyen d'actions sur trois mois et (ii) des agrégats des comparables calendarisés sur la date de clôture de la société évaluée

** Valeur d'Entreprise calculée sur la base du CMPV trois mois au 6 novembre 2025

Source : Capital IQ, au 6 novembre 2025

Nous n'identifions pas de corrélation évidente entre la taille, les marges d'EBIT et les multiples d'EBIT implicites qui en découlent. Pour ces raisons, nous n'avons pas appliqué de décote de taille, ce qui est favorable à l'actionnaire minoritaire dans le cadre de nos travaux d'évaluation de l'action Prodware.

La mise en œuvre de la somme des parties et l'application des multiples moyens d'EBIT observés sur les échantillons de comparables aux agrégats 2025B, 2026E et 2027E :

- De Prodware *i.e.* des segments historiques *Business Applications* et Sage rassemblés sous le générique « *Software* », d'une part ; et
- Et de Protinus et Westpole rassemblés sous le générique « *Négoce - VAR* », d'autre part,

Fait ressortir une fourchette de valeur comprise entre 19,7 € et 30,8 € par action. Le prix d'Offre extériorise une prime de +42,1% par rapport à la borne basse et une décote limitée de -9,0% par rapport à la borne haute.

6.4.4 L'analyse du cours de bourse (à titre secondaire)

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

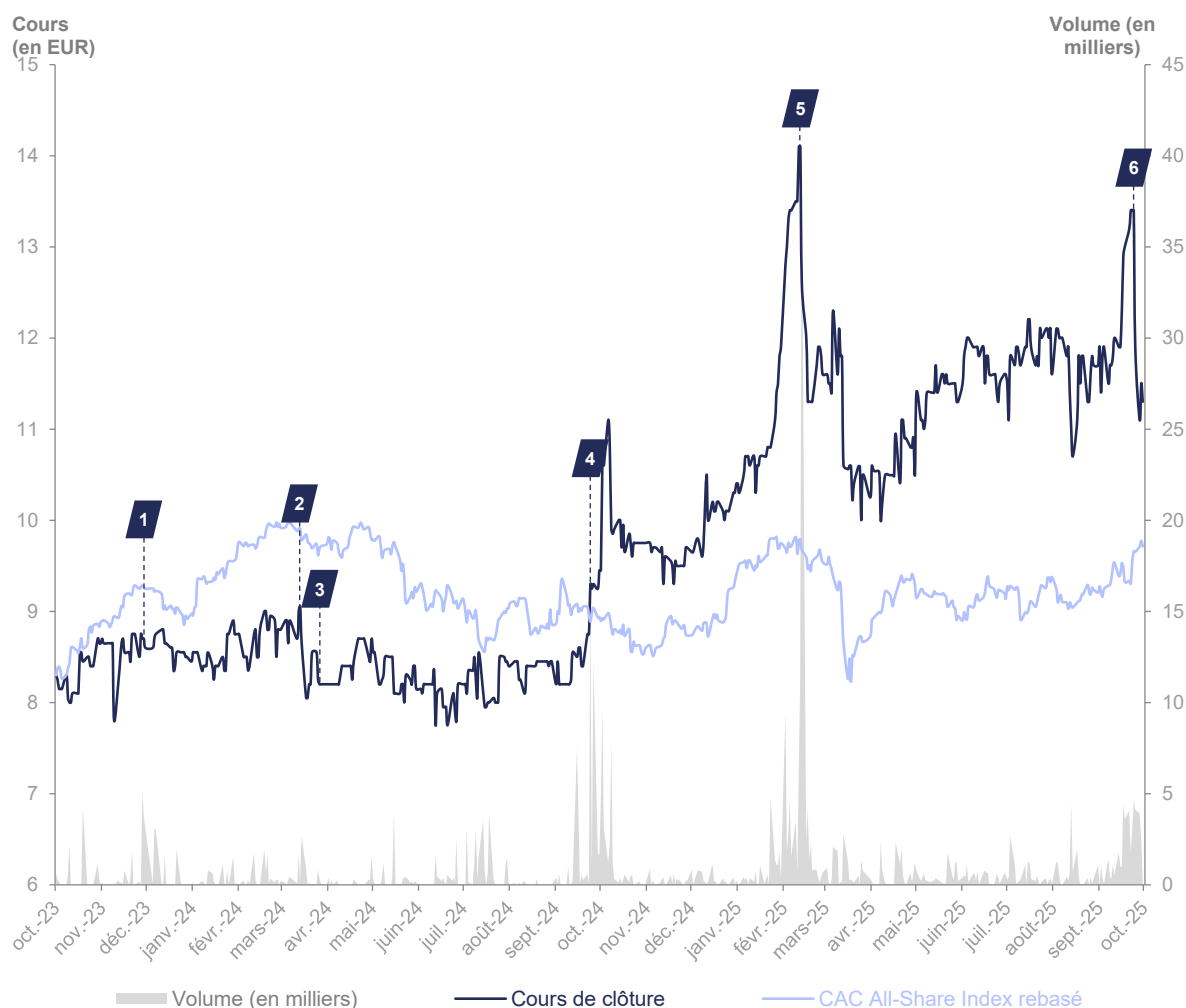
Pour mémoire, les actions Prodware ont été introduites en bourse en 2006 et sont admises aux négociations sur le marché Euronext Growth d'Euronext Paris (code ISIN : FR 0010313486).

Nous avons analysé l'évolution du cours de bourse du titre avant annonce de l'OPRO, *i.e.* jusqu'au cours de clôture du 22 octobre 2025, l'Offre ayant été annoncée au marché le 23 octobre 2025 (avant bourse).

Analyse de l'évolution du cours de bourse de Prodware

Le cours de bourse de la Société a évolué comme suit, sur une période de deux ans avant l'annonce de l'Offre du 23 octobre 2025.

Figure 18 - Évolution du cours de bourse de l'action Prodware sur deux ans au 22 octobre 2025



Sources : Capital IQ, articles de presse et Analyses Finexsi

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

- 1. 21 décembre 2023** : la Société annonce l'acquisition de Nut Consulting, société espagnole spécialisée dans le secteur agroalimentaire, proposant une offre complète de services de conseil et d'informatique ainsi que des solutions d'infrastructures et de bureautique ;
- 2. 4 avril 2024** : la Société publie les résultats annuels de l'exercice 2023, marqués par une hausse significative du chiffre d'affaires, passant de 188 M€ en 2022 à 381 M€ en 2023 (+102,1%) principalement portée par les opérations de croissance externe réalisées par le

Groupe. L'EBIT s'établit quant à lui à 48 M€, contre 29 M€ en 2022, traduisant une amélioration significative en valeur absolue. Toutefois, la marge d'EBIT recule à 12,7%, en baisse d'environ 3 points de marge en raison du *mix produits* des sociétés acquises, dont l'activité est davantage orientée vers le négoce à plus faible valeur ajoutée ;

3. **17 avril 2024** : la Société annonce la cession de ses activités de *Cloud* privé et de télécommunications en France et en Belgique à la société Adista. Cette opération s'inscrit dans le cadre du plan stratégique « *One Market, One Brand* » du groupe Phast, qui vise à recentrer Prodware sur ses domaines clés : les *Business Applications*, la *Data/IA/BI/Low Code – No Code*, le *Cloud* public, les infrastructures *On Premise*, ainsi que les services de cybersécurité ;
4. **15 octobre 2024** : la Société a publié ses résultats pour le premier semestre 2024, faisant état d'une forte croissance de son activité, liée au succès des intégrations des acquisitions récentes. Le chiffre d'affaires progresse de +191,4% pour atteindre 316 M€, tandis que l'EBIT s'élève à 37 M€, en hausse de +117,4% par rapport à la même période en 2023. La marge opérationnelle s'établit ainsi à 11,6%. Cette progression est notamment portée par la hausse des volumes ;
5. **6 mars 2025** : la Société publie les résultats annuels de l'exercice 2024, marqués par une hausse significative du chiffre d'affaires, passé de 381 M€ en 2023 à 669 M€ en 2024 (+75,7%). Cette augmentation s'inscrit dans un contexte important de croissance externe. L'EBIT affiche également une progression, à hauteur de +15,1%, reflétant une amélioration de la gestion des frais fixes (en recul) ;
6. **16 octobre 2025** : la Société communique ses résultats du premier semestre de l'exercice 2025, faisant état d'un EBIT en léger recul de -0,8%, à 36 M€, soit une marge de 9,9%. Cette évolution s'explique principalement par une hausse des dotations aux amortissements de 1 M€ et par une diminution du niveau de *R&D* capitalisée, passé de 19 M€ au premier semestre 2024 à 13 M€ sur la même période en 2025.

Sur les 24 mois précédant la publication de l'Offre (soit depuis le 22 octobre 2023), le cours de bourse de la Société fait état d'une hausse de +36,1%, soit une performance supérieure à l'indice *CAC All-Share* qui extériorise une performance positive de +17,0%.

À la suite de l'annonce de l'OPRO, le titre Prodware a plusieurs fois clôturé au prix d'Offre de 28,0 €, les 10, 11 et 12 novembre 2025 notamment, sans jamais le dépasser.

Analyse de la liquidité du titre Prodware

Sur la base du dernier cours de bourse avant l'annonce de l'Offre le 23 octobre 2025 (*i.e.* la clôture du 22 octobre 2025), les cours moyens pondérés par les volumes (« **CMPV** »), les volumes échangés sur le titre et les taux de rotation qui en découlent, se présentent comme suit sur une période de 24 mois :

Tableau 14 - Analyse des CMPV et de la liquidité du titre Prodware jusqu'au 22 octobre 2025

Cours moyens pondérés par les volumes	en € par action	Prime / (décote) induite par le prix d'Offre de 28€	Volume échangé (en K)		Capital échangé (en K)		% du capital		% du flottant	
			Moyen	Cumulé	Moyen	Cumulé	Volume échangé	Rotation du capital	Volume échangé	Rotation du flottant
Spot (22/10/2025)	11,30	+147,8 %	0	0	2	2	0,00 %	0,00 %	0,03 %	0,03 %
CMPV 1 mois	12,35	+126,7 %	2	41	23	512	0,02 %	0,54 %	0,41 %	8,97 %
CMPV 60 jours	12,04	+132,6 %	1	62	12	747	0,01 %	0,81 %	0,22 %	13,42 %
CMPV 3 mois	12,03	+132,8 %	1	67	12	803	0,01 %	0,87 %	0,22 %	14,43 %
CMPV 6 mois	11,71	+139,1 %	1	98	9	1 150	0,01 %	1,28 %	0,16 %	21,23 %
CMPV 12 mois	11,59	+141,5 %	1	264	12	3 063	0,01 %	3,45 %	0,22 %	57,11 %
CMPV 24 mois	10,53	+165,8 %	1	407	8	4 286	0,01 %	5,32 %	0,17 %	87,96 %
Plus haut 12 mois (6/3/2025)	14,10	+98,6 %								
Plus bas 12 mois (11/12/2024)	9,30	+201,1 %								
Plus haut 24 mois (6/3/2025)	14,10	+98,6 %								
Plus bas 24 mois (12/7/2024)	7,75	+261,3 %								

Sources : Capital IQ et Analyses Finexsi

Sur les 12 derniers mois (antérieurs au 23 octobre 2025), le volume d'actions échangées est de 264 milliers (soit environ 1 millier de titres par jour de cotation). La rotation du capital est de 3,45% et la rotation du flottant de 57,11%⁴⁶, étant rappelé que le flottant s'établit à environ 6% du capital au 31 août 2025 (cf. §2.1).

Sur les 6 derniers mois, le volume cumulé des actions Prodware échangées est de 98 milliers d'actions (soit environ 1 millier d'actions échangées par jour de cotation). Sur cette même période, la rotation du capital s'établit à 1,28% et celle du flottant à 21,23%.

Ces constats démontrent que la liquidité et la rotation du flottant à date s'établissent à des niveaux très faibles, raison pour laquelle nous retenons cette méthode à titre secondaire, uniquement dans le contexte de Retrait Obligatoire de la présente Offre.

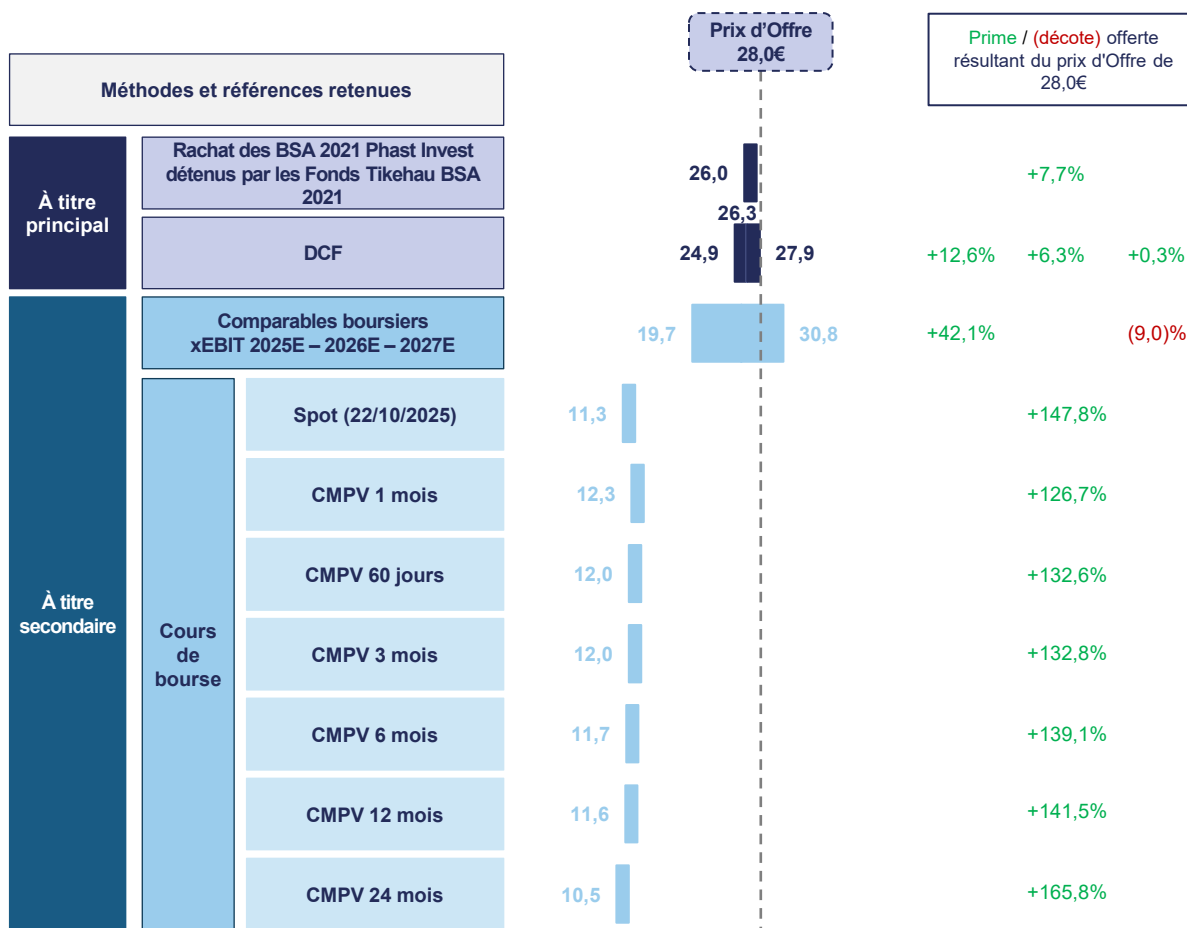
Sur la base du cours de clôture du 22 octobre 2025 (dernier cours de bourse non affecté par l'annonce de l'Offre), du CMPV 60 jours, et du CMPV 12 mois, le prix d'Offre de 28,0 € par action Prodware extériorise respectivement des primes de +147,8%, de +132,6% et de +141,5%.

⁴⁶ Par comparaison, la rotation du flottant sur les 12 mois précédant l'annonce de l'OPAS 2021 s'élevait à 84,1%.

7 Synthèse de nos travaux d'évaluation

À l'issue de nos travaux, le prix d'Offre, soit 28,0 € par action, fait ressortir les primes et décotes suivantes par rapport aux valeurs résultant de nos évaluations selon les méthodes et références retenues à titre principal ou à titre secondaire :

Figure 19 - Synthèse des valeurs par action Prodware



Source : Analyses Finexsi

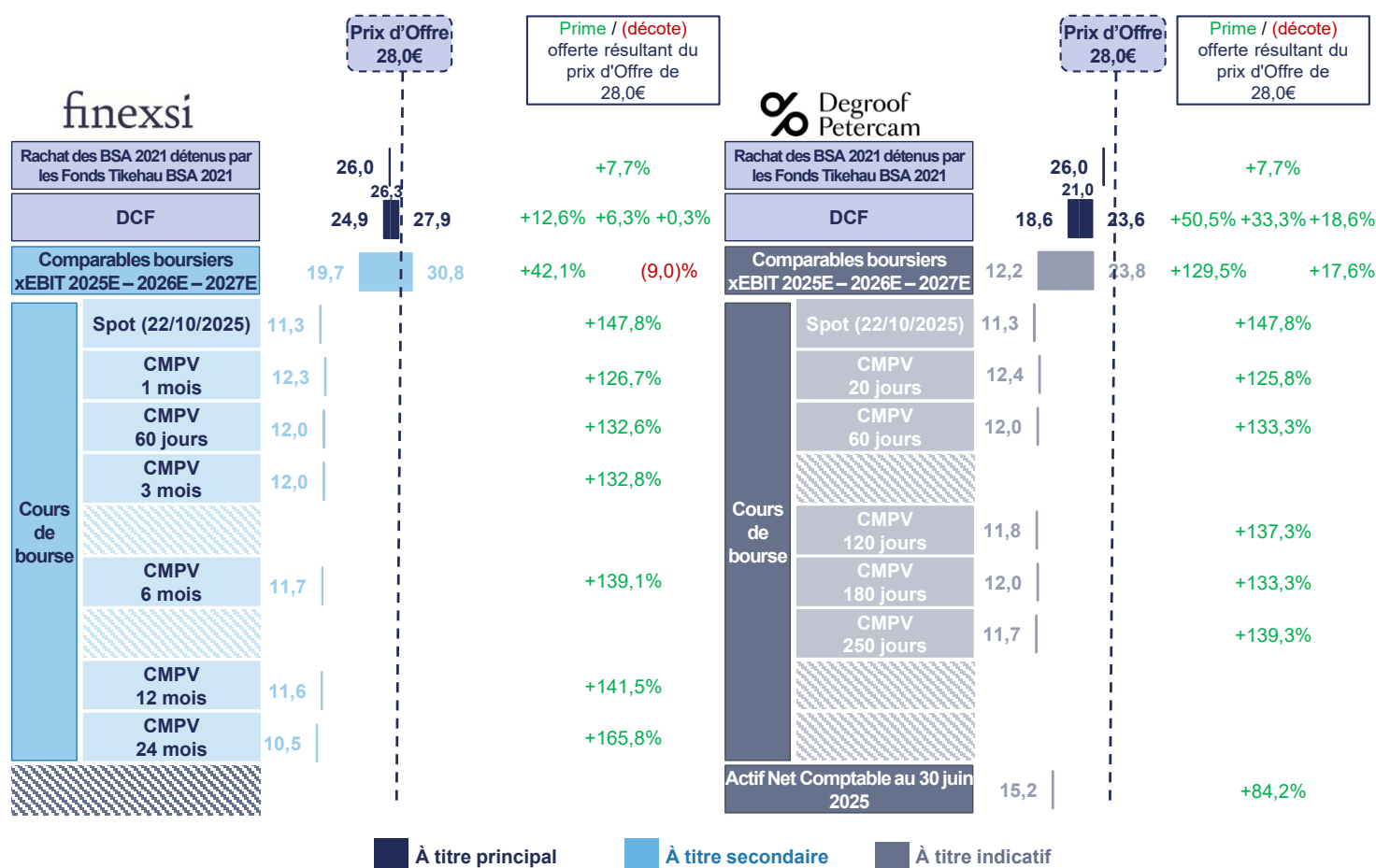
8 Analyse des éléments d'appréciation du prix établis par l'Établissement Présentateur

L'Établissement Présentateur, Degroof Petercam, a préparé les éléments d'appréciation du prix d'Offre figurant à la section 3 du projet de note d'information.

Nous avons analysé ces éléments et nous nous sommes rapprochés des représentants de l'Établissement Présentateur pour échanger sur les méthodes et références d'évaluation retenues.

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

Figure 20 - Comparaison des travaux de valorisation de Finexsi et de l'Établissement Présentateur



Sources : Analyses Finexsi, projet note d'information

8.1 Choix des critères d'évaluation

Pour la valorisation de Prodware, l'Établissement Présentateur et Finexsi ont retenu à titre principal la référence au rachat des BSA 2021 Phast Invest détenus par les Fonds Tikehau BSA 2021 et la méthode intrinsèque de l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels (DCF).

La méthode analogique des comparables boursiers, ainsi que la référence au cours de bourse, retenues à titre secondaire par Finexsi, ont été retenues par l'Établissement Présentateur, à titre indicatif.

L'Établissement Présentateur a également retenu à titre indicatif la référence à l'Actif Net Comptable contrairement à Finexsi qui a écarté cette référence.

Finexsi a, tout comme l'Établissement Présentateur, écarté les références et méthodes suivantes : l'Actif Net Réévalué, la valeur liquidative, l'actualisation des dividendes futurs et la méthode analogique des transactions comparables.

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

8.2 Mise en œuvre des différentes méthodes de valorisation

8.2.1 Données de références

L'Établissement Présentateur et l'Expert indépendant ont eu accès aux mêmes données de références pour leurs travaux de valorisation et se sont basés sur le Plan d'Affaires 2025 du *Management* (2025B-2028E), ainsi que les derniers comptes publiés par la Société (au 31 décembre 2024 et au 30 juin 2025).

8.2.1.1 Nombre d'actions retenu

Les nombres d'actions retenus par l'Établissement Présentateur et Finexsi sont identiques, ce qui n'appelle pas de commentaire de notre part.

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

Finexsi et l'Établissement Présentateur ont retenu pour l'ensemble des méthodes de valorisation, une dette nette ajustée au 31 août 2025 avant application de la norme IFRS 16 s'élevant respectivement à -214,0 M€ et -234,5 M€, soit un écart d'environ 20 M€ qui provient essentiellement des deux éléments suivants :

- **Les prêts aux salariés** : Finexsi retient le montant bilantiel d'environ 2 M€ correspondant aux prêts accordés aux salariés, élément qui n'a pas été retenu par l'Établissement Présentateur ;
- **Déficits fiscaux reportables** : Finexsi a retenu une valeur actualisée des économies d'impôt futures liées aux déficits fiscaux reportables non activés de 29,3 M€, en plus des impôts différés actifs au titre des déficits fiscaux reportables (2 974 k€). S'agissant de l'Établissement Présentateur, ce dernier a retenu un montant actualisé de 23,1 M€ au titre des déficits fiscaux reportables à la fois activés et non activés. Cet écart s'explique principalement par la différence entre les taux d'actualisation utilisés par les deux parties, et l'horizon de consommation des déficits ;
- **Ajustement de saisonnalité du BFR** : Finexsi a retenu un ajustement de BFR de 10 M€, contrairement à l'Établissement Présentateur, dans la mesure où la position au 31 août 2025 constitue un point bas, avant la reprise de l'activité au cours du quatrième trimestre de l'exercice.

8.2.2 *La référence au rachat des BSA 2021 Phast Invest détenus par les Fonds Tikehau BSA 2021*

L'Établissement Présentateur, comme Finexsi, retient la référence au rachat des BSA 2021 Phast Invest détenus par les Fonds Tikehau BSA 2021, au prix de 25,98 € par action Prodware (calculé par transparence sur une base entièrement diluée) à la suite de négociations entre les parties, ce qui n'appelle pas de commentaires de notre part.

8.2.3 *L'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels*

8.2.3.1 *Concernant les prévisions considérées*

Finexsi et l'Établissement Présentateur ont extrapolé le Plan d'Affaires 2025 sur une période de 5 ans pour Finexsi et de 2 ans pour l'Établissement Présentateur afin de tendre progressivement vers un flux normatif.

En cohérence avec la date de détermination du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres, Finexsi et l'Établissement Présentateur ont retenu un calcul du premier flux du DCF par rapport à cette date du 31 août 2025.

8.2.3.2 *Concernant les hypothèses financières*

L'Établissement Présentateur retient un taux de croissance à l'infini de 1,5%, contre 2,0% retenu par Finexsi.

Concernant le flux normatif :

- L'Établissement Présentateur se positionne en 2031E (soit une extrapolation de deux années), et Finexsi se positionne en 2034E, soit une extrapolation de trois années supplémentaires ;
- L'Établissement Présentateur retient un taux de marge d'EBIT de 6,7%, contre 7,0% pour Finexsi ;
- L'Établissement Présentateur retient un niveau d'amortissement et de CAPEX normatif de 1,9% du chiffre d'affaires, contre 1,6% pour Finexsi ;
- L'Établissement Présentateur retient les mêmes hypothèses que Finexsi en ce qui concerne (i) le taux d'impôts sur les sociétés, et (ii) une variation de BFR nulle en valeur terminale.

8.2.3.3 *Analyse du taux d'actualisation*

Concernant le taux d'actualisation, l'Établissement Présentateur et Finexsi retiennent un Coût Moyen Pondéré du Capital (CMPC) estimé respectivement à 10,9% et 10,8%.

Les sources d'écarts principales sont les suivantes :

- Des sources et des durées de référence différentes pour le taux sans risque et la prime de risque : l'Établissement Présentateur utilise la moyenne 2 ans issue de Bloomberg, et

Finexsi se réfère aux données au 31 octobre 2025 issues de la Banque de France (taux sans risque OAT TEC 10 ans) et de son modèle interne (prime de risque). Ainsi, le taux sans risque retenu est de 3,1% pour l'Établissement Présentateur contre 3,4% pour Finexsi, et la prime de risque de 10,2% contre 8,4%, respectivement ;

- Le coût de la dette avant impôts sur les sociétés est retenu par référence au coût actuel de refinancement de la Société (estimé à 5,7% pré impôts par l'Établissement Présentateur et calculé à environ 5,9% par Finexsi après le refinancement susmentionné de juillet 2025 et compte tenu du levier financier de 3,3x qui en découle) ;
- Un bêta désendetté de 1,18 retenu par Finexsi, contre 0,57 pour Degroof Petercam.
- Un *Gearing* intrinsèque de 103,6%, retenu par Finexsi, contre un *Gearing* moyen de 25,9% ressortant de l'échantillon de sociétés comparables cotées retenu par l'Établissement Présentateur ;
- La prise en compte d'une prime de taille par Finexsi à hauteur de 3,6% et par l'Établissement Présentateur à hauteur de 4,7%, afin de refléter la différence de taille de Prodware par rapport aux sociétés comparables retenues pour la détermination du bêta.

8.2.3.4 Analyse de sensibilités et résultats

L'Établissement Présentateur et Finexsi ont analysé la sensibilité de la valeur par action Prodware à une variation combinée du taux de croissance à l'infini et du taux d'actualisation.

Finexsi a également analysé la sensibilité de l'action Prodware à une variation combinée du taux de marge d'EBIT normatif (en % du chiffre d'affaires) et du taux d'actualisation.

La valeur par action Prodware retenue par l'Établissement Présentateur s'établit entre 18,6 € et 23,6 €, avec une valeur centrale de 21,0 €. Pour Finexsi, la valeur par action Prodware s'établit entre 24,9 € et 27,9 €, avec une valeur centrale de 26,3 €.

8.2.4 Méthode des comparables boursiers

L'Établissement Présentateur a retenu un échantillon composé de neuf sociétés : 74Software, Neurones, Endava, All for One, Digia, Cegedim, Ctac, Computacenter et Atea.

Finexsi a également retenu les sociétés mentionnées ci-dessus, à l'exception de 74Software, dont le profil a été profondément modifié à la suite de l'acquisition de Sopra Banking Software, désormais recentrée sur les solutions bancaires et financières représentant environ 55% du chiffre d'affaires du groupe.

En complément, Finexsi a retenu Linedata, Sword, Nextedia, SeSa et Econocom.

Comme susmentionné, Finexsi a retenu une approche *Sum of the Parts* (SOTP) afin de distinguer les deux pôles d'activités, « *Software* » et « *Négoce - VAR* », et de mieux refléter leurs dynamiques et profils de rentabilité respectifs. Cette approche n'a pas été mise en œuvre par l'Établissement Présentateur.

Comme indiqué ci-avant, nous n'identifions pas de corrélation évidente entre la taille, les marges d'EBIT et les multiples d'EBIT implicites qui en découlent. Pour ces raisons, nous n'avons pas

appliqué de décote de taille contrairement à l'Établissement Présentateur qui a appliqué la méthode d'Eric-Eugène Grena visant à appliquer une prime ou une décote pour chaque composante de l'échantillon de comparables boursiers.

L'Établissement Présentateur et Finexsi ont retenu les EBIT 2025B, 2026E et 2027E issus du Plan d'Affaires 2025 comme agrégats de référence pour l'application des multiples. L'Établissement Présentateur présente également la valeur par action de Prodware résultant de la moyenne des valorisations issues des multiples d'EBIT appliqués aux prévisions 2025B, 2026E et 2027E du plan d'affaires. Cette approche conduit à une valeur de 17,0 € par action, approche qui n'a pas été retenue par Finexsi.

L'Établissement Présentateur retient une fourchette de valeur comprise entre 12,2 € et 23,8 €, tandis que Finexsi, pour sa part, retient une fourchette de valeur comprise entre 19,7 € et 30,8 €.

8.2.5 Analyse du cours de bourse

L'Établissement Présentateur et Finexsi ont mis en œuvre une analyse du cours de bourse au 22 octobre 2025 (dernier jour de cotation avant l'annonce de l'Opération) et calculé des moyennes sur des périodes précédant cette date.

Les écarts entre les deux analyses restent très limités et s'expliquent principalement, par les différences dans les périodes de calcul des Cours Moyens Pondérés par les Volumes et les méthodologies utilisées. L'Établissement Présentateur a retenu des périodes de 20, 60, 120, 180 et 250 jours, tandis que Finexsi les a calculés sur des périodes de 1 mois, 60 jours, 3 mois, 6 mois, 12 mois et 24 mois.

Par ailleurs, l'Établissement Présentateur et Finexsi ont basé leurs calculs sur des CMPV *intraday*.

8.2.6 La référence à l'Actif Net Comptable

Nous n'avons pas retenu la référence à l'Actif Net Comptable de 12,1 € par action Prodware sur une base entièrement diluée, contrairement à l'Établissement Présentateur qui la retient à titre indicatif sur une base non diluée, soit une valeur par action de 15,0 €.

9 Accords connexes et autres accords pouvant avoir une incidence significative sur le prix de l'Offre

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

Ces différents accords connexes sont décrits au §1.3 du projet de note d'information.

Dans ce cadre, nous avons examiné :

1. Le pacte d'actionnaires ;
2. Les engagements de non-apport à l'Offre ;
3. Les accords conclus dans le cadre du financement de l'Offre.

9.1 Le pacte d'actionnaires

Nous rappelons qu'un pacte d'actionnaires avait été conclu le 20 octobre 2021 (l'« **Ancien Pacte** ») par les Actionnaires Historiques dont l'objet était notamment de (i) régir leurs relations au sein de Phast Invest, (ii) déterminer les règles de gouvernance de Phast Invest et de Prodware ainsi que les modalités de transfert des actions et valeurs mobilières de Phast Invest, et (iii) plus généralement, définir leurs droits et obligations en leur qualité d'Associé de Phast Invest.

L'Ancien Pacte avait pour conséquence, dans les conditions qu'il prévoyait, de constituer une action de concert au sens de l'article L. 233-10 du Code de commerce entre les Associés Historiques et Phast Invest vis-à-vis de Prodware.

À la suite de l'OPA 2021, Phast Invest s'est retrouvée détenir environ 93,9% du capital et des droits de vote de Prodware sur une base non diluée.

En février 2023, les Parties se sont rapprochées en vue de discuter des conditions dans lesquelles certains des Associés Historiques, certains des fonds Tikehau et certains autres Managers pourraient investir en fonds propres dans Phast Invest à hauteur d'un investissement total d'environ 18 M€. Dès lors, sur la base d'une valorisation de Prodware de 300 M€⁴⁷ de valeur d'entreprise, Phast Invest a réalisé une augmentation de capital, souscrite à environ 80% par les Fonds Tikehau Actions 2023 et à 20% par les Associés Historiques. Cette levée de fonds d'un montant total d'environ 18 M€ (dont environ 15 M€ souscrit par les Fonds Tikehau Actions 2023) a permis, pour rappel, à Phast Invest de poursuivre son développement à l'international.

Sur ces bases, les Associés Historiques et les Fonds Tikehau Actions 2023 se sont rapprochés en vue de conclure un nouveau pacte d'actionnaires qui vise à se substituer à l'Ancien Pacte. Ils ont, dès lors, conclu un pacte d'actionnaires soumis au droit français le 13 février 2023 (le « **Pacte** »), qui organise les relations entre les Associés Historiques et les Fonds Tikehau Actions 2023 au niveau de la gouvernance de Phast Invest et de Prodware pour une durée de 15 ans.

⁴⁷ Soit environ 18,83 € par action Prodware (par transparence et sur une base entièrement diluée).

Les règles de gouvernance de Phast Invest et de Prodware ainsi convenus par le Pacte sont usuelles.

Par ailleurs, selon notre analyse, le Pacte ne comporte pas de disposition financière assimilable à un prix garanti ou qui offrirait des conditions financières améliorées par rapport au prix de l'Offre, ou à une garantie quelconque qui aurait été consentie par l'Initiateur au bénéfice des Associés.

Enfin, le Pacte ne prévoit aucune disposition en matière de liquidité des titres des Associés qui serait assurée par l'Initiateur.

Les conditions du Pacte ne sont donc pas, selon nous, de nature à remettre en cause le caractère équitable du prix d'Offre d'un point de vue financier, étant précisé que celui-ci ne trouvera plus à s'appliquer au terme de l'opération de rachat par l'Initiateur des Actions 2023 et des BSAANE détenus par Tikehau.

9.2 Les engagements de non-apport à l'Offre

Nous avons pris connaissance des engagements irrévocables de non-apport à l'Offre Publique de Retrait initiée par Phast Invest, des actions Prodware résultant de l'exercice des BSAANE Managers notamment détenus par deux titulaires.

Un *Manager* titulaire de 157.300 BSAANE expirant pour les derniers le 16 octobre 2028 s'est engagé irrévocablement, aux termes d'un engagement datant du 17 octobre 2025, à ne pas apporter à l'Offre 157.300 actions Prodware qu'il est susceptible de détenir au résultat de l'exercice des BSAANE '1018' et '0417' Managers qu'il détient. Ce *Manager* a donné son accord, le cas échéant, pour placer sous séquestre les actions Prodware qui pourraient résulter de l'exercice des BSAANE, jusqu'à l'issue de la période d'Offre de sorte que les actions ne soient pas visées par l'Offre.

Un deuxième *Manager* titulaire de 301.000 BSAANE s'est engagé irrévocablement, aux termes d'un engagement datant du 20 octobre 2025, à ne pas apporter à l'Offre 200.000 actions Prodware qu'il est susceptible de détenir au résultat de l'exercice des 200.000 BSAANE '1018' Managers qu'il détient, pouvant être exercé pour les derniers jusqu'au 16 octobre 2028. Ce deuxième *Manager* a également donné son accord, le cas échéant, pour placer sous séquestre les actions Prodware qui pourraient résulter de l'exercice des BSAANE, jusqu'à l'issue de la période d'Offre de sorte que les actions ne soient pas visées par l'Offre.

En conséquence, la totalité des 357.300 actions susceptibles de résulter de l'exercice des BSAANE Managers susmentionnés, n'est pas visée par l'Offre.

Nous nous sommes fait confirmer (i) qu'il n'existait pas de contrepartie à ces engagements, notamment sous la forme d'engagements de liquidité de la part de la Société ou de l'Initiateur, et (ii) que ces deux *Managers* n'étaient pas actionnaires de l'Initiateur ni de Prodware au nominatif.

Nous n'avons pas d'autres observations à formuler sur ces engagements de non-apport conclus entre Phast Invest et les porteurs de BSAANE, étant donné que nous ne sommes pas en mesure, à ce stade, de savoir si les Managers exerceront ou non *in fine* leurs BSAANE avant le 16 octobre 2028. Quand bien même les *Managers* les exerceraient *post* Offre, nous ne sommes pas en mesure d'apprécier les conditions financières qui pourraient résulter des négociations entre Phast Invest et ces deux *Managers*, dès lors que celles-ci ne sont pas fixées contractuellement à ce jour, ce qui nous a été confirmé.

Il est d'ailleurs à noter que si ces deux porteurs venaient à exercer leurs BSAANE, ils se retrouveraient actionnaires d'une société qui ne serait plus cotée en bourse sans liquidité garantie.

En conséquence, en l'absence d'accord de liquidité portant sur les actions que pourraient détenir ces porteurs de BSAANE au terme de leur exercice et donc de garantie sur les conditions financières de leur rachat éventuel par l'Initiateur, nous n'identifions pas de dispositions contractuelles qui soient de nature à remettre en cause le caractère équitable du prix d'Offre d'un point de vue financier.

9.3 Les accords conclus dans le cadre du financement de l'Offre

9.3.1 Rappel du contexte

Nous rappelons qu'un contrat de financement d'un montant total de 60 M€ avait été conclu le 20 octobre 2021 entre Phast Invest et Tikehau Investment Management, agissant pour le compte de fonds qu'elle gère⁴⁸. Cet emprunt avait pour objet de permettre le financement par Phast Invest de l'acquisition des titres Prodware dans le cadre de l'Offre Publique d'Achat de fin 2021 ainsi que les frais afférents à cette opération. À ce titre, Phast Invest avait procédé à l'émission des Obligations 2021, assorties chacune des BSA 2021, et dont 466 restent en circulation à ce jour.

L'ensemble des Obligations 2021 et des BSA 2021 sont à ce jour détenus par les Fonds Tikehau BSA 2021 gérés et/ou conseillés par Tikehau Investment Management. À la suite de l'augmentation de capital de Phast Invest avec suppression du droit préférentiel de souscription intervenue le 17 février 2023, les Fonds Tikehau Actions 2023 détiennent également les Actions 2023, représentant environ 11,2% du capital de l'Initiateur sur une base non diluée.

Dans le cadre de l'Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire, Phast Invest a conclu le 22 octobre 2025 un contrat de souscription avec les Fonds Tikehau Obligations 2025⁴⁹, représentés par Tikehau Investment Management, portant sur l'émission des Obligations 2025. Ces Obligations 2025 non cotées ont pour objet de permettre (i) le financement de l'Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire, (ii) le refinancement intégral des Obligations 2021, et (iii), le rachat par Phast Invest de l'ensemble des titres détenus par les Fonds Tikehau Actions 2023 et les Fonds Tikehau BSA 2021 (*i.e.* Actions 2023 et BSA 2021 émis par Phast Invest).

9.3.1.1 Contrat de rachat des Actions 2023 et des BSA 2021 de Phast Invest

Comme indiqué ci-avant, cet emprunt obligataire de 120 M€ a pour objet le rachat par Phast Invest de l'ensemble des titres détenus par les Fonds Tikehau Actions 2023 et les Fonds Tikehau BSA 2021 (*i.e.* les Actions 2023 issues de l'augmentation de capital d'environ 15 M€ datant du 13 février 2023 et les BSA 2021 émis par Phast Invest le 19 octobre 2021, dans le cadre du contrat de financement de 60 M€ ayant notamment financé l'OPA).

⁴⁸ Prima EU Crédit Fund (8 M€), SC TKH EU PD Sarl (10 M€) et Tikehau Direct Lending V (42 M€). Ces fonds sont représentés par Tikehau Investment Management en tant que Mandataire.

⁴⁹ Le seul fonds Tikehau entrant par rapport à l'ancien financement de 2021 est MPTDL pour un montant inférieur à 20 M€. Trois autres fonds (Tikehau Direct Lending 4L, Tikehau Direct Lending 4L Finance et Tikehau Impact Lending) sont sortants entre 2021 et 2025 pour des montants plus limités (environ 2,5 M€).

À ce titre, Phast Invest et les Fonds Tikehau Obligations 2025 se sont engagés à conclure le Contrat de Vente 2025 portant sur l'intégralité des titres concernés, *i.e.* les Actions 2023 et les BSA 2021.

L'engagement contractuel de l'augmentation de capital d'environ 15 M€ signé le 13 février 2023 entre les Fonds Tikehau Actions 2023 et Phast Invest, stipule un TRI minimum de 10% pour les Fonds Tikehau Actions 2023 dans plusieurs hypothèses de sortie. À titre d'illustration, ce TRI minimum de 10% s'apprécie au moment où les Associés Historiques exercent leur droit de sortie forcée. Autrement dit, si ces derniers reçoivent une offre de rachat de Phast Invest, ils ne peuvent forcer les Fonds Tikehau Actions 2023 à vendre que si le prix de cession permet à Tikehau d'obtenir un TRI minimum de 10% à cette date de sortie. Dès lors, le prix de rachat par Phast Invest des 129 Actions 2023 détenues par les Fonds Tikehau Actions 2023, a été défini contractuellement sur la base dudit TRI de 10%, mettant ainsi en exergue une valeur par action par transparence de 25,98 € par action Prodware, sur une base entièrement diluée.

Quant aux BSA 2021, leur prix de rachat a fait l'objet d'une négociation libre entre Phast Invest et les Fonds Tikehau BSA 2021, laquelle a abouti sur la base de cette même valeur de 25,98 € par action Prodware (par transparence).

Aussi, le Contrat de Vente 2025 prévoit (i) que le prix d'acquisition des BSA 2021 sera payé par l'Initiateur partiellement (mais principalement) par voie de compensation avec les sommes dues par les Fonds Tikehau au titre des deuxième et troisième fractions de souscription des Obligations 2025, (ii) que le prix d'acquisition des Actions 2023 sera payé par l'Initiateur partiellement (mais principalement) par voie de compensation avec les sommes dues par les Fonds Tikehau au titre de la troisième fraction de souscription des Obligations 2025 et, (iii) que le solde du prix d'achat des titres détenus par les Fonds Tikehau Actions 2023 et les Fonds Tikehau BSA 2021 sera payé par des soultes en numéraire au moment du paiement de la troisième fraction de souscription des Obligations 2025.

En leur qualité d'investisseur financier avisé accompagnant Phast Invest depuis 2021, nous considérons que les Fonds Tikehau BSA 2021 disposaient d'un accès complet à l'information concernant Phast Invest et son sous-jacent (Prodware), ses risques et opportunités, et se trouvaient par conséquent en position d'apprécier en toute connaissance de cause le prix proposé pour les BSA 2021 (*i.e.* de 25,98 € par action Prodware par transparence sur une base entièrement diluée).

Il est important de noter que le Contrat de Vente 2025 ne contient aucune clause d'ajustement de prix ni aucun complément de prix de quelque nature que ce soit au bénéfice des Fonds Tikehau Actions 2023 et des Fonds Tikehau BSA 2021, compte tenu du prix d'Offre de 28,0 € par action Prodware, supérieur au prix de 25,98 € précité. Aussi, les conditions financières du Contrat de Vente 2025 ne sont pas de nature, selon nous, à remettre en cause le caractère équitable du prix d'Offre d'un point de vue financier.

9.3.2 Principales modalités financières du financement

Le montant du financement de 120 M€ sera souscrit en plusieurs fractions pour une valeur nominale de chaque obligation de 100 € pour 1,2 M d'obligations. Il est à noter qu'une fraction a déjà été souscrite pour l'amortissement des Obligations 2021 et le financement de la présente OPRO.

Cet emprunt obligataire, d'une maturité de 5 ans, porte intérêt sur la base d'un taux Euribor plus marge, qui est variable selon que les intérêts soient payés en cours de vie de l'obligation ou payés à échéance. Des remboursements volontaires anticipés sont possibles et des remboursements obligatoires anticipés sont prévus selon des cas de figure usuels. Par ailleurs, une commission d'arrangement est due si l'émission obligataire est effectivement réalisée. Enfin, cet emprunt obligataire est soumis au respect d'un ratio financier (Dette financière nette / EBITDA consolidé) testé semestriellement, étant précisé qu'une remédiation en cas de *breach* est possible par injection de fonds propres.

Selon nos analyses, les conditions de ce financement accordées par Tikehau Investment Management à Phast Invest, ayant pour seule vocation de porter des titres Prodware, reflètent des conditions de marché actuelles au regard du profil de risque et d'endettement important de Phast Invest au *closing* de l'opération, dans un contexte de marché incertain.

En effet, le levier financier d'environ 6x⁵⁰ apparaît être élevé au *closing* de l'opération par rapport aux leviers moyens unitranche observés depuis 2019 en France (environ 5x en moyenne). Selon l'indice Aether Financial Services, le levier moyen pour les unitranches était d'environ 4,1x au T1 2025 en France, contre 4,7x au T3 2024. Pour le marché US « *middle market* » (avec une cible d'EBITDA supérieure à 20 M\$), le rapport Raymond James indique que début 2025, la dette totale sur EBITDA pour des structures unitranche « comparable » était en moyenne autour de 5,5x / 6x.

Dès lors, les nouvelles conditions de financement nous semblent cohérentes compte tenu (i) du profil de risque et d'endettement de Phast Invest et (ii) du coût de financement actuel de l'Initiateur.

En effet, les conditions de financement de cet emprunt obligataire se situent, selon nous, proches d'une unitranche *mid-market* pour un LBO structuré en France, mais avec une composante PIK classique d'un financement plus risqué ou flexible. Le coût de ce financement est cohérent par rapport à des financements comparables actuellement en France et pourrait sembler inférieur à ceux pratiqués par des fonds de dette américains⁵¹. De ce fait, ce financement serait, selon nous, environ 150 - 250 bps moins coûteux qu'un financement américain équivalent et de structure comparable.

Dans ces conditions, les financements accordés par les Fonds Tikehau Actions 2023, BSA 2021 et Obligations 2025 représentés par Tikehau Investment Management ne sont pas, selon nous, de nature à remettre en cause le caractère équitable du prix d'Offre d'un point de vue financier.

9.4 Autres accords dont l'Initiateur a connaissance

L'Initiateur nous a confirmé n'avoir connaissance d'aucun autre accord conclu ou à conclure avec des actionnaires dans le cadre de la présente Offre.

Dès lors, à l'exception de ces accords, il n'existe à notre connaissance, aucun autre accord susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre.

⁵⁰ Dette brute Holdco + Opco / EBITDA Opco 2024R = 6x.

⁵¹ Lesquels appliquent en général pour ce profil de risque un *spread* nominal plus élevé, mais sur une base de taux sans risque plus haute (SOFR > 5 %), donc le taux facial total est souvent supérieur à 11%.

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

Nous n'avons reçu aucun courrier ou courriel de la part d'actionnaires minoritaires.

11 Conclusion

En ce qui concerne l'actionnaire de Prodware

La présente Offre Publique de Retrait au prix de 28,0 € par action Prodware sera suivie d'un Retrait Obligatoire⁵², avec une indemnité égale au prix de l'Offre.

Ce prix d'Offre apparaît supérieur au prix de rachat des BSA 2021 émis par Phast Invest, soit 25,98 € par action Prodware calculée par transparence sur une base entièrement diluée, et détenus par les Fonds Tikehau BSA 2021, représentés par Tikehau Investment Management. Il est important de noter que cet investisseur financier avisé, accompagnant l'Initiateur depuis 2021, disposait d'un accès complet à l'information concernant Phast Invest et son sous-jacent Prodware, ses risques et opportunités, et se trouvait par conséquent, en position d'apprécier en toute connaissance de cause le prix librement négocié pour cette transaction, que nous retenons, dès lors, à titre principal.

La documentation contractuelle ne contient aucune clause d'ajustement de prix ni aucun complément de prix de quelque nature que ce soit au bénéfice des Fonds Tikehau BSA 2021, compte tenu du prix d'Offre supérieur d'environ 2 € par action, ce qui est donc favorable à l'actionnaire minoritaire.

Par ailleurs, nous considérons l'approche DCF comme la plus appropriée pour estimer la valeur intrinsèque de l'action Prodware. Le prix d'Offre extériorise une prime de +6,3% par rapport à la valeur centrale issue de cette méthode et se situe en borne haute de la fourchette du DCF retenu à titre principal. Cette approche est fondée sur le plan d'affaires du *Management* qui nous apparaît équilibré, compte tenu du virage stratégique qu'entreprend le Groupe depuis 2023, lequel est, à ce stade, dilutif en termes de marge opérationnelle. Nos hypothèses d'extrapolation factorisent, dans une certaine mesure, des synergies commerciales envisagées aux bornes de Protinus.

Dès lors, la méthode DCF donne, selon nous, la pleine valeur sans avoir à supporter le risque de réalisation du Plan d'Affaires 2025, et notamment l'objectif du *Management* de réduction des activités « *Négoce - VAR* » au profit du « *Software* » à plus forte valeur ajoutée, lequel n'a pas encore été réalisé à date, comme le suggère la publication des résultats de Protinus au premier semestre 2025, et notamment l'érosion de la marge d'EBIT qui en découle.

La fourchette de valorisation du DCF est corroborée par le résultat de la méthode analogique des comparables boursiers selon une approche par la somme des parties et mise en œuvre à titre secondaire, en raison d'une comparabilité limitée avec les sociétés retenues dont les fondamentaux diffèrent entre les activités historiques de Prodware « *Software* » et le « *Négoce - VAR* ». Sur ce critère, le prix d'Offre fait ressortir une prime de +42,1% sur la borne basse et une décote limitée de -9,0% sur la borne haute de la fourchette de valorisation issue des multiples d'EBIT.

Le prix d'Offre fait ressortir des primes importantes comprises entre +147,8% sur le dernier cours de bourse précédant l'annonce de l'Offre et +132,6% par rapport au cours de bourse moyen 60 jours, étant précisé que cette référence est présentée à titre secondaire, uniquement dans le contexte de Retrait Obligatoire de la présente offre et compte tenu des niveaux de liquidité et de flottant très limités depuis le succès de l'OPA 2021 au prix de 8,8 € par action Prodware.

⁵² Compte tenu du fait que Phast Invest détient déjà 93,96% du capital et 94,13% des droits de vote de la Société, supérieur au seuil de 90%.

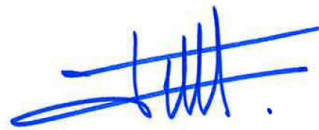
En ce qui concerne les accords connexes

L'examen des accords pouvant avoir une influence significative sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre, tels que présentés dans le projet de note d'information, à savoir (i) le pacte d'actionnaires, (ii) les engagements de non-apport à l'offre de deux Managers porteurs⁵³ de BSAANE, et (iii) les accords conclus dans le cadre du financement de l'OPRO, n'a pas fait apparaître de dispositions de nature à remettre en cause, selon nous, le caractère équitable de l'Offre d'un point de vue financier.

En conséquence, et à la date du présent rapport, nous sommes d'avis que le prix d'Offre de 28,0 € par action Prodware proposé dans le cadre de l'Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de Prodware, y compris dans le cadre de la procédure de Retrait Obligatoire.

Fait à Paris, le 13 novembre 2025

Finexsi - Expert & Conseil Financier



Christophe LAMBERT

Partner

PJ : Annexes

⁵³ Lesquels ne sont pas actionnaires de Phast Invest, ni de Prodware au nominatif selon le *Management*.

12 Annexes

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

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

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

Le cabinet Finexsi est indépendant et n'appartient à aucun groupe ou réseau.

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

Date	Cible	Initiateur	Banque(s) présentatrice(s)	Opération
févr.-24	Compagnie Industrielle et Financière d'Entreprises (C.I.F.E)	Spie batignolles	Oddo BHF	Offre Publique d'Achat Simplifiée
mai-24	Sopra Banking Software	Axway Software	Société Générale	Offre Publique d'Achat
mai-24	Micropole	Miramar Holding	Société Générale	Offre Publique d'Achat
juil.-24	Micropole	Talan holding SAS	Oddo BHF	Offre Publique d'Achat Simplifiée
sept.-24	Wedia SA	Mercure	Bryan, Garnier & Co	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire
oct.-24	Esker	Boréal Bidco SAS	Société Générale, Morgan Stanley	Offre Publique d'Achat
déc.-24	Aures Technologies	Advantech Co., Ltd.	BNP Paribas Portzamparc	Offre Publique d'Achat suivie, le cas échéant, d'un Retrait Obligatoire
janv.-25	Neoen	Brookfield Renewable Holdings	BNP Paribas, Société Générale	Offre Publique d'Achat Simplifiée
févr.-25	Exclusive Networks	Etna French Bidco	BNP Paribas, Lazard, Société Générale, Morgan Stanley	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire
avr.-25	Tarkett	Tarkett Participation	Rothschild&Co, BNP Paribas Portzamparc, Crédit Agricole, Société	Offre Publique de Retait
juin-25	Believe	Upbeat BidCo SAS	BNP Paribas, Goldman Sachs	Offre Publique de Retait
juin-25	Altamir	Amboise SAS	BNP Paribas, Crédit Agricole	Offre Publique d'Achat Simplifiée
juil.-25	Amplitude Surgical	Zydus MedTech (France) SAS	BNP Paribas	Offre Publique d'Achat Simplifiée

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

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

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

Montant de la rémunération perçue

Notre rémunération pour cette mission s'élève à 200 k€, hors taxes, frais et débours.

Description des diligences effectuées

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

1. Prise de connaissance de l'Opération et acceptation de la mission.
2. Identification des risques et orientation de la mission.
3. Collecte des informations et des données nécessaires à la mission.
4. Appréciation du contexte de l'Offre :
 - Compréhension du processus ayant conduit l'Offre : échanges avec la Société et ses Conseils ;
 - Prise de connaissance d'analyses sectorielles afin de mieux appréhender le marché et les activités de la Société.
5. Analyse de l'Opération et de la documentation juridique afférente (contrat d'acquisition, projet de note d'information, accords connexes, etc.).
6. Prise de connaissance de la documentation comptable et financière de la Société.
7. Analyse des conditions du rachat des BSA 2021 et des Actions 2023 Phast Invest détenus par les Fonds Tikehau Actions 2023 et les Fonds Tikehau BSA 2021.
8. Revue du Plan d'Affaires 2025 du *Management* de la Société.
9. Mise en œuvre d'une valorisation par la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs et réalisation d'analyses de sensibilité.
10. Mise en œuvre d'une valorisation par la méthode analogique des comparables boursiers.
11. Analyse du cours de bourse de Prodware :
 - Analyse de l'évolution du cours ;
 - Analyse du flottant et de la liquidité.
12. Analyse du projet de note d'information et analyse critique et indépendante du rapport d'évaluation de l'Établissement Présentateur.
13. Obtention des lettres d'affirmation du représentant de la Société et de l'Initiateur.

14. Revue indépendante.

15. Rédaction du rapport.

Calendrier de l'étude

9 octobre 2025	Désignation du cabinet Finexsi - Expert & Conseil Financier en qualité d'Expert indépendant par le Conseil d'administration de Prodware.
9 octobre 2025	Réunion de travail avec le <i>Management</i> de Prodware portant sur la stratégie du Groupe, son activité, son plan d'affaires.
10 octobre 2025	Réunion de travail avec l'Établissement Présentateur sur les travaux de valorisation
10 octobre 2025	Réunion de travail avec le <i>Management</i> de Prodware, les Conseils de l'Initiateur, et l'Établissement Présentateur sur les accords connexes.
15 octobre 2025	Réunion de travail avec l'Établissement Présentateur.
17 octobre 2025	Réunion de travail avec le <i>Management</i> de Prodware sur la stratégie du Groupe et l'atterrissage de résultats du premier semestre 2025
17 octobre 2025	Réunion de travail avec l'Établissement Présentateur.
21 octobre 2025	Réunion de travail avec l'Établissement Présentateur.
23 octobre 2025	Obtention du premier projet de note d'information.
31 octobre 2025	Réunion de travail avec l'Établissement Présentateur
5 - 13 novembre 2025	Revue indépendante.
5 novembre 2025	Point d'étape intermédiaire avec le Conseil d'administration de Prodware sur nos travaux de valorisation.
7 novembre 2025	Réunion de travail avec les Conseils de l'Initiateur sur les accords connexes.
7 novembre 2025	Réunion de travail avec l'Établissement Présentateur sur des sujets de valorisation.
7 novembre 2025	Réunion de travail avec le <i>Management</i> de Prodware sur l'activité du Groupe.

13 novembre 2025	Réception des lettres d'affirmation signées par Prodware et Phast Invest.
13 novembre 2025	Présentation de notre rapport définitif au Conseil d'administration et avis motivé.

Liste des personnes rencontrées et/ou contactées

Prodware

- Monsieur Alain CONRARD, *CEO Group*
- Monsieur Stéphane CONRARD, *Deputy CEO - Finance & Legal Corporate*
- Madame Sandra CHOKRON, *Head of Corporate Legal Affairs*
- Madame Vivianne NEITER, *Administratrice indépendante* de Prodware.

Degroof Petercam, Établissement Présentateur

- Monsieur Cyril KAMMOUN, *CEO & Managing Partner*
- Monsieur Laurent DURIEUX, *Managing Director*
- Monsieur Freddy MOLAND, *Managing Director*
- Monsieur Thomas BOUCHARLAT, *Analyst*

Gide Loyrette Nouel, Conseil juridique de la Société

- Maître Charles DE REALS, *Partner*
- Madame Gersende RENARD, *Associate*
- Monsieur Alexandre LETRANCHANT, *Consultant*

Sources d'information utilisées

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

Informations communiquées par les différentes parties prenantes

- Documentation financière et juridique relative à l'Opération ;
- Documentation juridique, comptable et financière de Prodware ;
- Plan d'Affaires 2025 (2025B-2028E) de la Société ;
- Études de marché ;
- PV des Conseils d'administration tenus en 2022, 2023, 2024 et 2025 ;

- Rapport d'évaluation de Prodware préparé par l'Établissement Présentateur ;
- Projet de note d'information et de note en réponse.

Informations de marché

- Communication financière de Prodware entre 2020 et 2025 ;
- Communication de Prodware relative à l'Opération (Communiqué de presse) ;
- Cours de bourse, comparables boursiers, consensus de marché : *Capital IQ*, *Epsilon Research*, *MergerMarket*, rapports financiers des sociétés comparables ;
- Données de marchés (taux sans risque, prime de risque, bêta, etc.) : *Capital IQ*, Banque de France, Fonds Monétaire International, Finexsi ;
- Données macroéconomiques et sectorielles : Xerfi.

Personnel associé à la réalisation de la mission

Le signataire, Monsieur Christophe LAMBERT (*Partner*) a été assisté de Messieurs Arthur LANDES (*Manager*), Kévin DA SILVA (*Analyst*) et Madame Laura CESAR (*Analyst*).

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

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

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

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



Lettre de mission



Finexsi - Expert & Conseil Financier
14 rue de Bassano
75116 Paris

Paris, le 9 octobre 2025

A l'attention de Monsieur Christophe LAMBERT

Cher Monsieur,

Prodware SA (ci-après « **la Société** » ou « **le Groupe** ») est un groupe spécialisé dans la transformation digitale des ETI, grandes entreprises et collectivités publiques. Le Groupe propose une offre de services autour de ses 3 marques phares, Prodware - Westpole - Protinus, avec notamment :

- Du conseil personnalisé ;
- De l'édition de solutions métiers à forte valeur ajoutée ;
- Du déploiement de progiciels de gestion basés sur les technologies Microsoft, Sage et IBM ; et
- Des services managés, notamment *via le sourcing et le staffing (Managed and Staffing Sourcing)*.

Le Groupe se positionne comme un « *one-stop shop* » européen, consolidant des offres *Cloud*, *IA*, *data* et applications métiers adaptées par secteur. La stratégie combine croissance externe (acquisitions) et accélération organique, avec un maillage présent dans 12 pays et près de 1.400 collaborateurs au 31 décembre 2024.

Le chiffre d'affaires a quasiment doublé en un an (proforma +87,6%), porté par une politique d'acquisitions ciblées et une accélération au second semestre (+23,7% à périmètre constant). La croissance organique a également été soutenue à périmètre constant, le chiffre d'affaires organique a progressé de 10,8% en 2024, avec un dynamisme marqué au second semestre (+23,7%). Prodware a cédé au 1er semestre 2024 l'activité « Prodware Innovation Design » de distribution, d'intégration et de support de logiciels de conception assistée par ordinateur (notamment dans le domaine de l'architecture, ingénierie et construction) ainsi que les activités de Cloud Privé et de télécommunications en France et en Belgique.

Nous rappelons qu'en 2021, la Société a fait l'objet d'une Offre Publique d'Achat au prix de 8,80 € par action Prodware SA en numéraire (ci-après « **l'OPA** ») initiée par la société Phast Invest, agissant de concert (ci-après « **le Concert** ») avec les associés de l'Initiateur à savoir Messieurs Philippe BOUAZIZ, Alain CONRARD, Stéphane CONRARD, François RICHARD (ci-après « **les Associés** »).



Euronext Paris a fait connaître à l'Autorité des Marchés Financiers (ci-après « **l'AMF** ») qu'à la date du 28 janvier 2022, date de clôture de l'OPA, et compte tenu des actions déjà détenues par lui, le Concert détient 6.646.481 actions Prodware SA, représentant 85,78% du capital et au moins 85,15% des droits de vote de cette Société.

À meilleure date, Phast Invest détient [7.197.667] actions Prodware SA, représentant [94,03]% du capital.

Nous comprenons que Phast Invest déposerait une offre publique de retrait (ci-après « **l'OPRO** » ou « **l'Offre** »), soumise à la procédure simplifiée (telle que celle-ci est décrite aux articles 233-1 et suivants du Règlement Général de l'AMF) et visant les titres de la Société non détenus par le Concert. Il est envisagé que cette opération soit initiée au cours du 3ème trimestre 2025.

Cette mission d'expertise indépendante est effectuée sur le fondement des dispositions prévues à l'article 261-1 I. 1° et le cas échéant 2° et 4° et 261-1 II du Règlement Général de l'AMF.

Le Conseil d'administration de Prodware ne comptant parmi ses membres qu'une seule administratrice indépendante, les conditions visées par les dispositions de l'article 261-1, III° du Règlement Général de l'AMF ne sont pas réunies, de sorte qu'aucun Comité *ad hoc* ne peut être désigné. Par conséquent, votre nomination en qualité d'Expert Indépendant sera soumise à la non-opposition de l'AMF, conformément aux dispositions de l'article 261-1-1 de son Règlement Général et de l'article 2 de l'instruction AMF DOC-2006-08, étant précisé que votre intervention en qualité d'expert indépendant sur la dernière opération portant sur les titres de la Société date de plus de 18 mois.

Dans ce contexte, le Conseil d'administration de la Société a désigné en date du 9 octobre 2025 le cabinet Finexsi - Expert & Conseil Financier en qualité d'Expert Indépendant, conformément aux articles 261-1 et suivants du Règlement général de l'AMF, afin de se prononcer sur les conditions financières de l'OPRO (prix de l'Offre, ainsi que, le cas échéant, les accords connexes) et son caractère équitable pour les actionnaires de la Société.

C'est dans ce contexte que nous vous faisons parvenir cette lettre de mission dont le contenu a été validé par la Société.

Objectifs et cadre réglementaire de votre mission

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



Cette Expertise Indépendante vise à apprécier le prix des titres Prodware qui sera proposé aux actionnaires, et à vous prononcer sur l'équité des conditions financières de l'Offre dans la perspective d'un Retrait Obligatoire (ci-après « **RO** »). Votre rapport devra permettre au Conseil d'administration de Prodware d'apprécier les conditions financières proposées par l'Initiateur afin de rendre un avis motivé.

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

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

Il en est ainsi notamment dans les cas suivants :

1° - Lorsque la société visée est déjà contrôlée au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce, avant le lancement de l'opération, par l'initiateur de l'offre ;

2° - Lorsque les dirigeants de la société visée ou les personnes qui la contrôlent au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce ont conclu un accord avec l'initiateur de l'offre susceptible d'affecter leur indépendance (le cas échéant) ;

4° - Lorsqu'il existe une ou plusieurs opérations connexes à l'offre susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix ou la parité de l'offre publique considérée (le cas échéant) ;

261-1 II. « La société visée désigne également un expert indépendant préalablement à la mise en œuvre d'un retrait obligatoire sous réserve des dispositions de l'article 237-3 ».

Calendrier envisagé de l'Offre

Votre mission s'inscrira en principe dans le calendrier prévisionnel concernant l'Offre, sous réserve de modifications envisagées par l'Initiateur :

09/10/2025 :	Désignation du cabinet Finexsi en qualité d'Expert Indépendant par le Conseil d'administration de la Société
20/10/2025 :	Annonce de l'Offre et dépôt du projet de note d'information de l'Initiateur auprès de l'AMF
Semaine du 10 novembre 2025 :	Transmission de votre projet de rapport et présentation au Conseil d'administration, le cas échéant ;



Semaine du 10 novembre 2025 :	Conseil d'administration de la Société émettant son avis motivé sur le projet d'Offre et remise de votre rapport définitif
Semaine du 10 novembre 2025 :	Dépôt du projet de note en réponse de la Société

Nous avons compris de nos échanges que vous disposiez des ressources nécessaires pour accomplir cette mission dans les délais impartis, étant précisé que l'article 262-1 II du Règlement Général de l'AMF prévoit qu'une fois désigné, l'Expert doit disposer d'un délai suffisant pour élaborer son rapport en fonction de la complexité de l'opération et de la qualité de l'information mise à sa disposition et que ce délai ne peut être inférieur à vingt jours de négociation. Ce délai minimum s'entend à compter de la réception de l'ensemble de la documentation nécessaire à l'élaboration de votre rapport. En outre, conformément à l'article 231-26, 3° du Règlement Général de l'AMF, le projet de note en réponse de la Société sera déposé après l'expiration d'un délai de 15 jours de négociation suivant le dépôt du projet de note d'information par l'Initiateur.

Le calendrier susvisé est conforme à ces délais.

Diligences à effectuer

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

- Des entretiens réguliers avec le management de la Société ;
- La détermination et la mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritère de la Société (analyse du cours de bourse, flux de trésorerie prévisionnels actualisés (DCF), comparables boursiers, transactions comparables, objectifs de cours des analystes si un suivi existe toujours, transactions récentes sur le capital de la Société, etc.) ;
- L'analyse critique du rapport d'évaluation préparé par la banque présentatrice (Degroof Petercam) de l'Initiateur dans le cadre du projet d'Offre sur les titres de la Société ;
- L'analyse critique des accords et opérations connexes à l'Offre afin de s'assurer que ceux-ci ne comportent pas de dispositions financières susceptibles de remettre en cause le caractère équitable du prix d'Offre ;
- Le positionnement du prix d'Offre par rapport à la valorisation établie par Finexsi ;
- L'établissement d'un rapport dont la conclusion sera présentée sous forme d'une attestation d'équité ; et
- La gestion des potentiels échanges que vous pourriez avoir avec les actionnaires minoritaires et l'AMF.

***Conflit d'intérêts***

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

Veuillez agréer, Cher Monsieur, l'expression de nos salutations distinguées.

Nous avons pris connaissance des termes et conditions de la mission décrite ci-dessus et les approuvons sans restriction à compter de la date figurant en tête des présentes

Signature

DocuSigned by:

932CB2CF87384BF...

Signature

DocuSigned by:

549BC0FD81B3469...

Nom et qualité

Stéphane CONRARD

Deputy CEO

Nom et qualité

Alain CONRARD

CEO