

*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 WINNIPEG PARTICIPATIONS



Le présent projet de note en réponse a été déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« AMF ») le 29 mai 2020, conformément aux dispositions de l'article 231-26, I-3° de son règlement général. Il a été établi conformément aux dispositions des articles 231-19 et 231-26 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 et 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet Associés en Finance, 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 Harvest (www.harvest.fr) et de l'AMF (www.amf-france.org) et peut également être obtenu sans frais auprès de :

Harvest
5, rue de la Baume
75008 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, d'Harvest 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.

TABLE DES MATIERES

1.	PRESENTATION DE L'OFFRE	3
1.1	Contexte et motifs de l'Offre	4
1.1.1	Présentation de l'Initiateur	4
1.1.2	Présentation d'Harvest.....	5
1.1.3	Contexte de l'Offre	5
1.1.3.1	Historique de la participation de l'Initiateur dans la Société	5
1.1.3.2	Autorisations réglementaires	6
1.1.4	Motifs de l'Offre	7
1.2	Rappel des termes de l'Offre	7
1.2.1	Termes de l'Offre.....	7
1.2.2	Situation des bénéficiaires d'Actions Gratuites	8
1.2.3	Modalités de l'Offre.....	8
1.2.4	Procédure d'apport à l'Offre.....	9
2.	AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE	10
3.	INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE	19
4.	INTENTIONS DE LA SOCIETE RELATIVES AUX ACTIONS AUTO-DETENUES	19
5.	ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR LE DEROULEMENT DE L'OFFRE	19
5.1.1	Réinvestissement.....	19
5.1.2	Pacte d'Actionnaires	20
5.1.3	Acquisition des Blocs 2020	20
6.	ELEMENTS CONCERNANT LA SOCIETE SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR LE DEROULEMENT DE L'OFFRE.....	20
6.1	Structure et répartition du capital.....	20
6.2	Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions.....	21
6.3	Clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce	22
6.4	Participations directes ou indirectes au sein du capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil ou d'une déclaration d'opération sur titres	22
6.5	Droits de contrôle spéciaux.....	22
6.6	Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel.....	22
6.7	Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote.....	22
6.8	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration ainsi qu'à la modification des statuts de la Société.....	23
6.8.1	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration.....	23
6.8.2	Règles applicables à la modification des statuts	24
6.9	Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres	24
6.10	Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société.....	24
6.11	Indemnités de départ au profit des dirigeants en cas d'offre publique	24
7.	RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	25
8.	INFORMATIONS COMPLEMENTAIRES CONCERNANT LA SOCIETE.....	25
9.	PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DU PRESENT PROJET DE NOTE EN REPOSE.....	26
	ANNEXE 1	27

1. PRESENTATION 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 Winnipeg Participations, société par actions simplifiée de droit français, dont le siège social est sis 5, rue de la Baume, 75008 Paris, France, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 844 840 769 (« **Winnipeg Participations** » ou l'« **Initiateur** »), offre de manière irrévocable aux actionnaires de la société Harvest, société anonyme de droit français, dont le siège social est sis 5, rue de la Baume, 75008 Paris, France, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 352 042 345 (« **Harvest** » ou la « **Société** »), et dont les actions sont admises aux négociations sur le marché Euronext Growth à Paris (« **Euronext Growth** ») sous le code ISIN FR0010207795, mnémonique « ALHVS », d'acquérir la totalité de leurs actions Harvest (les « **Actions** »), en numéraire, au prix de 90 euros par Action (coupon attaché) (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 7 mai 2020 (le « **Projet de Note d'Information** »).

L'Offre Publique de Retrait fait suite à l'acquisition par l'Initiateur par voie de cession hors marché, le 3 avril 2020, au Prix de l'Offre, de plusieurs blocs d'Actions représentant un nombre total de 132.907 Actions, soit 9,37 % du capital et 5,97 % des droits de vote de la Société¹. Au résultat de ces acquisitions, à la date du présent Projet de Note en Réponse, l'Initiateur détient, directement et indirectement, 1.336.378 Actions représentant 94,17 % du capital et 93,10 % des droits de vote de la Société².

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, à l'exception des 70.692 Actions auto-détenues par la Société qui sont assimilées aux Actions détenues par l'Initiateur en application des dispositions de l'article L. 233-9, I-2° du Code de commerce³, soit, à la connaissance de la Société, à la date du présent Projet de Note en Réponse, un nombre total maximum de 82.766 Actions représentant 5,83 % du capital et 3,72 % des droits de vote de la Société.

Il est précisé qu'entre le 7 mai 2020, date du dépôt du projet d'Offre, et la date du présent Projet de Note en Réponse, l'Initiateur a acquis, le 11 mai 2020, dans le cadre des accords de liquidité conclus en 2019 et décrits à la section 1.2.2 du présent Projet de Note en Réponse, les 15.300 Actions Gratuites précédemment attribuées par la Société.

¹ Sur la base d'un nombre total de 1.419.144 Actions et 2.226.280 droits de vote théoriques au sens de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF le 6 avril 2020.

² En réputant détenues par l'Initiateur les 70.692 Actions auto-détenues assimilées aux Actions détenues par l'Initiateur en application des dispositions de l'article L. 233-9, I-2° du Code de commerce, sur la base d'un nombre total d'Actions égal à 1.419.144 représentant 2.226.280 droits de vote théoriques à la date du présent Projet de Note en Réponse.
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 du 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 (c.-à-d. les droits de vote calculés en tenant compte des droits de vote attachés aux Actions auto-détenues, qui sont privées de droits de vote, conformément aux dispositions de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF), soit à la connaissance de la Société, 1.419.144 Actions et 2.226.280 droits de vote théoriques compte tenu de l'existence de droits de vote double. En effet, l'article 29 des statuts de la Société prévoit que « un droit de vote double est accordé aux titulaires d'actions nominatives entièrement libérées lorsque ces actions sont inscrites depuis deux ans au moins au nom d'un même actionnaire ».

³ Représentant 4,98 % du capital de la Société.

A la connaissance de la Société à la date du présent Projet de Note en Réponse, il n'existe aucun instrument financier ou droit pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société autre que les Actions.

La durée de l'Offre Publique de Retrait sera de vingt-sept (27) 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. 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 90 euros par Action), nette de tous frais, les Actions non apportées à l'Offre Publique de Retrait (à l'exception des 70.692 Actions auto-détenues par la Société qui sont assimilées aux Actions détenues par l'Initiateur).

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, Lazard Frères Banque et Alantra, agissant en tant qu'établissements présentateurs de l'Offre (les « **Etablissements Présentateurs** ») pour le compte de l'Initiateur, ont déposé le projet d'Offre et le Projet de Note d'Information auprès de l'AMF le 7 mai 2020. Il est précisé que seule Lazard Frères Banque garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre Publique de Retrait (l'« **Etablissement Présentateur Garant** »).

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 (www.harvest.fr) et de l'AMF (www.amf-france.org) et qui peut être obtenu sans frais auprès de l'Initiateur (5, rue de la Baume, 75008 Paris) et des Etablissements Présentateurs (121, boulevard Haussmann, 75008 Paris et 6 rue Lamennais, 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 pour l'Acquisition du Bloc 2019 (tel que ce terme est défini à la section 1.1.3.1(a) du présent Projet de Note en Réponse) et l'OPAS (tel que ce terme est défini à la section 1.1.3.1(b) du présent Projet de Note en Réponse).

L'Initiateur a pour actionnaire unique la société Financière Winnipeg, société par actions simplifiée de droit français, dont le siège social est sis 5, rue de la Baume, 75008 Paris, France, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 844 836 221 (« **Financière Winnipeg** »). La majorité du capital et des droits de vote de Financière Winnipeg est détenue par la société Five Arrows Holding VII S.à.r.l. (« **Five Arrows** »)⁴, laquelle est elle-même détenue

⁴ Société à responsabilité limitée de droit luxembourgeois, dont le siège social est sis 33, rue Saint Zithe, L-2763 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg, immatriculée au registre de commerce et des sociétés de Luxembourg sous le numéro B230781.

indirectement par des fonds dont la société Five Arrows Managers SAS (« **Five Arrows Managers** »)⁵ assure la gestion directe et déléguée⁶.

1.1.2 Présentation d'Harvest

Harvest est une société créée en 1989, basée 5 rue de la Baume, 75008 Paris, France qui a été introduite en bourse en 2005. Harvest est spécialisée dans l'édition de logiciels spécialisé sur les métiers du conseil financier et patrimonial. Le groupe emploie plus de 285 collaborateurs. Ses offres comprennent une gamme complète de solutions telles que des offres digitales multicanal, des outils d'aide à la vente, des solutions de tarification, et des simulateurs (épargne, retraite, prévoyance, assurance vie, fiscal, immobilier, etc).

1.1.3 Contexte de l'Offre

1.1.3.1 **Historique de la participation de l'Initiateur dans la Société**

(a) Acquisition du Bloc 2019

A l'issue d'un processus de cession concurrentiel mis en œuvre par Messieurs Brice Pineau et Jean-Michel Dupiot, fondateurs de la Société (les « **Fondateurs** »), l'Initiateur a acquis, le 27 février 2019, directement et indirectement, 858.310 Actions représentant 61,04 % du capital et 70,46 % des droits de vote de la Société⁷ (le « **Bloc 2019** ») auprès des Fondateurs (ou de leur holding patrimoniale respective), certains dirigeants (autres que les Fondateurs), cadres et salariés de la Société (les « **Managers Cercle 1** ») et des proches des Fondateurs (l'« **Acquisition du Bloc 2019** »).

L'Acquisition du Bloc 2019 intégrait également un réinvestissement minoritaire des Fondateurs et des Managers Cercle 1 (le « **Réinvestissement** »). Ces opérations sont décrites à la section 1.3.1 de la note d'information de l'Initiateur relative à l'OPAS (tel que ce terme est défini ci-dessous) visée par l'AMF le 2 avril 2019 sous le numéro 19-130 (en application de la décision de conformité AMF n° 219C0577).

Les Actions acquises dans le cadre de l'Acquisition du Bloc 2019 l'ont été au prix de 85 euros par Action.

A la suite de l'Acquisition du Bloc 2019, l'Initiateur détenait, directement et indirectement, 931.202 Actions⁸ représentant 66,23 % du capital et 70,46 % des droits de vote de la Société⁹.

(b) L'OPAS

Le 28 février 2019, l'Initiateur a déposé auprès de l'AMF un projet d'offre publique d'achat simplifiée libellée à un prix de 85 euros par Action (l'« **OPAS** »)¹⁰, ladite offre revêtant un caractère obligatoire

⁵ Société par actions simplifiée de droit français, dont le siège social est sis 23 bis, avenue de Messine, 75008 Paris, immatriculée au registre de commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 509 679 189.

⁶ Les Fondateurs ainsi que certains dirigeants, cadres et salariés du groupe détiennent une quote-part minoritaire du capital de Financière Winnipeg.

⁷ Sans tenir compte des 72.892 Actions auto-détenues par la Société, lesquelles sont réputées détenues par l'Initiateur, et sur la base d'un nombre total de 1.406.044 Actions et 2.334.883 droits de vote théoriques au sens de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF le 27 février 2019.

⁸ En tenant compte des 72.892 Actions auto-détenues par la Société au 28 février 2019, lesquelles sont réputées détenues par l'Initiateur.

⁹ Sur la base d'un nombre total de 1.406.044 Actions et 2.334.883 droits de vote théoriques au sens de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF le 27 février 2019.

en application des dispositions de l'article L. 433-3, II du Code monétaire et financier et des articles 234-2 et 235-2 du règlement général de l'AMF dans la mesure où l'Initiateur avait, en conséquence de l'Acquisition du Bloc 2019, franchi les seuils de 50 % des titres de capital et des droits de vote de la Société.

L'OPAS 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 2 avril 2019 sous les numéros 19-130 et 19-131 (en application de la décision de conformité AMF n° 219C0577). Elle a été ouverte du 4 au 26 avril 2019 inclus.

A la clôture de l'OPAS, l'Initiateur détenait, directement et indirectement, 1.190.221 Actions de la Société¹¹ représentant 84,65% du capital et au moins 84,00% des droits de vote de la Société¹².

(c) Acquisitions d'Actions sur le marché postérieurement à l'OPAS - Franchissement du seuil de 90% du capital et des droits de vote

Le 3 avril 2020, l'Initiateur a acquis par voie de cession hors marché, au Prix de l'Offre, plusieurs blocs d'Actions représentant un nombre total de 132.907 Actions, soit 9,37 % du capital et 5,97 % des droits de vote¹³ (l' « **Acquisition des Blocs 2020** »). Ces acquisitions ont été réalisées par l'intermédiaire d'un courtier et n'ont pas fait l'objet de contrat de cession : aucun complément de prix n'a été prévu.

L'Acquisition des Blocs 2020 a fait l'objet de communiqués de presse de l'Initiateur et de la Société en date du 6 avril 2020.

A l'issue de l'Acquisition des Blocs 2020, l'Initiateur détenait, directement et indirectement, 1.336.378 Actions représentant 94,17 % du capital et 93,10 % des droits de vote de la Société¹⁴.

A l'exception de (i) l'Acquisition des Blocs 2020, (ii) l'achat de 150 Actions Harvest le 4 juin 2019 au prix de 85 euros par Action auprès d'une personne physique¹⁵ et (iii) l'achat des 15.300 Actions Gratuites le 11 mai 2020 dans le cadre des accords de liquidité décrits à la section 1.2.2 du présent Projet de Note en Réponse, l'Initiateur n'a procédé à aucune acquisition de titres de la Société au cours des douze derniers mois.

1.1.3.2 Autorisations réglementaires

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

¹⁰ D&I n° 219C0364 du 28 février 2019.

¹¹ D&I n° 219C0732 du 2 mai 2019.

¹² En tenant compte des 72.892 Actions auto-détenues par la Société, lesquelles sont réputées détenues par l'Initiateur, et sur la base d'un nombre total de 1.406.044 Actions et 2.283.457 droits de vote théoriques au sens de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF le 29 avril 2019.

¹³ Sur la base d'un nombre total de 1.419.144 Actions et 2.226.280 droits de vote théoriques au sens de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF le 6 avril 2020.

¹⁴ En réputant détenues par l'Initiateur les 70.692 Actions auto-détenues assimilées aux Actions détenues par l'Initiateur en application des dispositions de l'article L. 233-9, I-2° du Code de commerce, sur la base d'un nombre total d'Actions égal à 1.419.144 représentant 2.226.280 droits de vote théoriques à la date du présent Projet de Note en Réponse.

¹⁵ Cette acquisition de 150 Actions au prix de 85 euros par Action a été réalisée auprès d'une personne physique. Aucun contrat d'acquisition n'a été conclu (pas de complément de prix).

1.1.4 **Motifs de l'Offre**

L'Offre fait suite à l'Acquisition des Blocs 2020 par l'Initiateur qui a permis à l'Initiateur de déposer l'Offre¹⁶.

L'Offre, qui sera suivie d'un 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 contraintes réglementaires et administratives liées à la cotation des actions de la Société.

Par ailleurs, compte tenu de la structure actuelle de son actionnariat et du faible volume d'échanges sur les 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, Lazard Frères Banque et Alantra, en tant qu'Etablissements Présentateurs de l'Offre agissant pour le compte de l'Initiateur, ont déposé auprès de l'AMF, le 7 mai 2020, 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 à ce jour par l'Initiateur, ainsi que le Projet de Note d'Information.

Il est précisé que seul l'Etablissement Présentateur Garant 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 vingt-sept (27) jours de négociation.

Le Prix de l'Offre est de 90 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 90 euros par Action), nette de tout frais¹⁷, les Actions non apportées à l'Offre Publique de Retrait (à l'exception des 70.692 Actions auto-détenues par la Société qui sont assimilées aux Actions détenues par l'Initiateur).

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

¹⁶ Voir la section 1.1.3.1 (c) du présent Projet de Note en Réponse.

¹⁷ Ajustée le cas échéant de tout dividende ou distribution qui serait détaché ou payé avant la date du retrait obligatoire.

1.2.2 Situation des bénéficiaires d'Actions Gratuites

A la connaissance de la Société à la date du présent Projet de Note en Réponse, la Société a attribué, le 2 mai 2018, 16.400 actions gratuites (les « **Actions Gratuites** »), qui ne sont plus soumises à aucune période d'acquisition ou de conservation à la date du présent Projet de Note en Réponse :

- 5.400 Actions Gratuites ont été attribuées à certains cadres et salariés de la Société en vertu d'un plan en date du 2 mai 2018. Ces Actions Gratuites étaient soumises à une période d'acquisition d'un an, soit jusqu'au 2 mai 2019, à l'issue de laquelle elles ont été définitivement acquises par leurs bénéficiaires. Les Actions Gratuites acquises ont alors été soumises à une période de conservation d'un an, soit jusqu'au 2 mai 2020 ; et
- 11.000 Actions Gratuites ont été attribuées à un dirigeant de la Société (autre que les Fondateurs, qui a depuis cessé ses fonctions au sein de la Société et été nommé dirigeant de Financière Winnipeg et de l'Initiateur), en vertu d'un plan en date du 2 mai 2018. Ces Actions Gratuites étaient soumises à une période d'acquisition (i) d'un an, soit jusqu'au 2 mai 2019, pour 7.700 Actions Gratuites, et (ii) de deux ans, soit jusqu'au 2 mai 2020, pour 3.300 Actions Gratuites. A l'issue des périodes d'acquisition, 9.900 Actions Gratuites ont été définitivement acquises par leur bénéficiaire¹⁸. Les 7.700 Actions Gratuites acquises le 2 mai 2019 étaient soumises à une période de conservation jusqu'au 2 mai 2020. Les 2.200 Actions Gratuites acquises le 2 mai 2020 n'étaient pas soumises à une période de conservation.

En avril 2019 dans le cadre de l'OPAS, conformément au Contrat d'Acquisition du Bloc 2019, l'Initiateur et les bénéficiaires des Actions Gratuites ont conclu des promesses d'achat et de vente des Actions Gratuites afin de permettre aux bénéficiaires de bénéficier d'une liquidité en numéraire pour leurs Actions Gratuites (le « **Contrat de Liquidité** »). Le Contrat de Liquidité, qui est resté inchangé, est présenté à la section 2.3 de la note d'information de l'Initiateur visée par l'AMF le 2 avril 2019 sous le numéro 19-130 (en application de la décision de conformité AMF n° 219C0577).

Les Actions Gratuites ne sont pas visées par l'Offre Publique de Retrait et le Retrait Obligatoire. En exécution du Contrat de Liquidité, l'Initiateur a acquis le 11 mai 2020 auprès de leurs bénéficiaires les 15.300 Actions Gratuites définitivement acquises, au prix de 88,10 euros par Action s'agissant des Actions acquises le 2 mai 2019 et de 89,25 euros par Action s'agissant des Actions acquises le 2 mai 2020. Aucun complément de prix n'a été prévu.

1.2.3 Modalités de l'Offre

En application de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, les Etablissements Présentateurs, agissant pour le compte de l'Initiateur, ont déposé le projet d'Offre et le Projet de Note d'Information de l'Initiateur auprès de l'AMF le 7 mai 2020. L'AMF a publié sur son site Internet (www.amf-france.org) un avis de dépôt concernant l'Offre.

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 Lazard Frères Banque et d'Alantra, et a été mis en ligne sur les sites Internet de la Société et de l'AMF.

¹⁸ 1.100 Actions Gratuites attribuées n'ont pas été acquises le 2 mai 2020 compte tenu des conditions de performance.

Conformément aux dispositions de l'article 231-26, I-3° du règlement général de l'AMF, la Société a déposé le présent Projet de Note en Réponse, 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 vingt-sept (27) jours de négociation.

1.2.4 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.

Société Générale, 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 de la banque CACEIS, 14, rue Rouget de Lisle 92130 Issy les Moulineaux, pour les actionnaires détenant leurs Actions sous la forme nominative pure en utilisant le modèle mis à leur disposition par cet intermédiaire.

Les Actions détenues sous la forme nominative devront être converties au porteur pour être apportées à l'Offre Publique de Retrait. En conséquence, il est précisé que les titulaires d'Actions devront au préalable demander la conversion de celles-ci sous la forme au porteur (i) auprès de leur établissement financier – teneur de compte si leurs Actions sont détenues au nominatif administré, ou (ii) auprès de CACEIS si leurs Actions sont détenues au nominatif pur.

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 MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE

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 29 mai 2020, 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.

Tous les membres du Conseil d'administration étaient présents (y compris par conférence téléphonique) ou représentés à l'exception de Monsieur Emmanuel Roth. La séance était présidée par Monsieur Brice Pineau, 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 son avis motivé 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 7 mai 2020 auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») par Winnipeg Participations, société par actions simplifiée de droit français, dont le siège social est sis 5, rue de la Baume, 75008 Paris, France, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 844 840 769 (« **Winnipeg Participations** » ou l'« **Initiateur** »), visant la totalité des actions Harvest (les « **Actions** ») non détenues par l'Initiateur à l'exception des 70.692 Actions auto-détenues par la Société, en numéraire, au prix de 90 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 que tous les membres du Conseil d'administration ont 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 Associés en Finance, en tant qu'expert indépendant.

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 Lazard Frères Banque et Alantra ;
- le projet de note en réponse établi par la Société (le « **Projet de Note en Réponse** ») ;
et
- le rapport du cabinet Associés en Finance sur les conditions financières de l'Offre, en date du 29 mai 2020.

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.

Processus et fondement de la désignation de l'Expert Indépendant

Afin de désigner un expert indépendant chargé d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre, la Société a initié un processus d'appel d'offres au cours duquel différents cabinets d'expertise ont été informés de manière précise et complète de la mission envisagée, des termes et modalités de cette mission, de son fondement réglementaire, ainsi que des situations de conflit d'intérêt identifiées.

Le 14 avril 2020, le Conseil d'administration a étudié les propositions d'intervention de quatre cabinets d'expertise. Dans ce cadre, le Conseil d'administration a notamment tenu compte des références et expériences des candidats, de leur compréhension de l'activité de la Société et de l'opération envisagée, du profil des équipes dédiées ainsi que des honoraires proposés, pour classer les différentes offres.

A l'issue de cette revue, et ayant notamment pris en considération :

- la déclaration d'indépendance du cabinet Associés en Finance ;
- les moyens humains déployés par le cabinet Associés en Finance pour cette mission, avec une équipe qualifiée dédiée à l'évaluation et disposant d'expérience en la matière ;
- les moyens matériels dont dispose le cabinet Associés en Finance pour l'accomplissement de cette mission, y compris notamment l'accès à des bases de données financières ;
- la réputation professionnelle du cabinet Associés en Finance,

le Conseil d'administration a décidé à l'unanimité de ses membres présents ou représentés, sous réserve de l'absence d'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, de désigner pour cette

mission le cabinet Associés en Finance (l' « **Expert Indépendant** »), en application des dispositions des articles 261-1, I-1° et II du règlement général de l'AMF.

Le Collège de l'AMF du 28 avril 2020 ne s'est pas opposé à cette désignation.

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 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.

Si la Société n'a transmis aucun plan d'affaires à l'Expert Indépendant, celui-ci a eu accès au budget 2020 arrêté par la Société ainsi qu'au plan d'affaires établi par l'Initiateur lors du processus de vente initié par les fondateurs en 2018 et qui résulte notamment d'un exercice de due diligence approfondi. Ce plan d'affaires n'a pas été mis à jour après ce processus. Il n'est donc pas à jour des impacts que la crise du COVID-19 pourrait avoir.

Le Conseil d'administration, qui n'a pas revu ni approuvé le plan d'affaires de l'Initiateur, considère qu'il n'existe pas d'autres données prévisionnelles pertinentes.

Dans le cadre de l'exécution de sa mission, le Conseil d'administration s'est réuni avec l'Expert Indépendant le 25 mai 2020. 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 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.

Conclusions du Rapport de l'Expert Indépendant

L'Expert Indépendant a conclu que :

« Le 3 avril 2020, Winnipeg Participations a acquis les Blocs 2020 qui représentaient 9,37 % du capital et 5,97 % des droits de vote de la Société, au prix de 90 € par action. Ces acquisitions ont été réalisées par l'intermédiaire d'un courtier et n'ont pas fait l'objet de contrat de cession, aucun complément de prix n'a été prévu.

A l'issue de ces acquisitions, à la date du présent rapport, Winnipeg Participations détient directement et indirectement 94,17 % du capital et 93,10 % des droits de vote d'Harvest, et a indiqué son intention de déposer une Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire sur le solde du capital au même prix de 90,0 € par action.

Le 14 avril 2020, le Conseil d'Administration d'Harvest a désigné Associés en Finance en qualité d'expert indépendant. En l'absence de comité ad hoc constitué majoritairement d'administrateurs indépendants, la désignation de l'expert a été soumise au droit d'opposition éventuel de l'AMF conformément aux dispositions de l'article 261-1-1 du Règlement général de l'AMF. Dans le cas présent, le recours à un expert indépendant est rendu nécessaire par le fait que l'Initiateur de l'Offre détient déjà le contrôle d'Harvest (article 261-1, I-1° du Règlement général) et par le fait qu'une procédure de retrait obligatoire sera mise en œuvre (article 261-1, II du Règlement général).

La mission d'Associés en Finance consiste à se prononcer sur le caractère équitable des termes et conditions de l'Offre initiée par Winnipeg Participations au prix unitaire de 90,0 € par action payable en numéraire.

Les résultats de la valorisation multicritères d'Harvest réalisée par Associés en Finance sont synthétisés dans le Tableau 18.

Le prix de 90,0 € par action proposé dans le cadre de l'Offre extériorise :

- *Une prime de 0,0 % sur le cours de clôture d'Harvest au 3 avril 2020, dernier jour de cotation avant l'annonce de l'Offre le 6 avril 2020 ;*
- *Des primes comprises entre 0,0 % et 1,1 % par rapport aux cours moyens pondérés du titre calculé sur différentes périodes comprises entre 1 mois et 12 mois ;*
- *Des primes de +43,1 % à +70,6 % par rapport à la valorisation d'Harvest au 15 mai 2020 par les méthodes d'actualisation des flux de trésorerie, méthodes principales de valorisation retenues par Associés en Finance ;*
- *Correspond au prix fixé lors de la dernière transaction sur le capital (acquisition des Blocs 2020) ;*
- *Une prime de +5,9 % par rapport à l'acquisition du Bloc 2019, le 28 février 2019 ;*
- *Une prime de 20,5 % par rapport à la valorisation d'Harvest au 15 mai 2020 par la méthode des comparables boursiers ;*
- *A titre indicatif, Associés en Finance présente une prime de +42,8 % par rapport à la valorisation d'Harvest par la méthode des transactions de comparables ;*
- *A titre indicatif, une prime de +541,3 % par rapport à l'actif net comptable issu des derniers comptes consolidés.*

Le prix de 90 € par action est supérieur ou égal aux prix ressortant des transactions réalisées par l'Initiateur sur le capital de la Société depuis l'acquisition d'un premier bloc en février 2019, qu'il s'agisse de l'acquisition du bloc initial, de l'OPAS qui s'en est suivie ou de l'acquisition des Blocs 2020. Il est également supérieur aux résultats des autres méthodes de valorisation retenues par Associés en Finance que ce soit à titre principal ou à titre indicatif.

Enfin, l'Offre constitue une fenêtre de liquidité pour les actionnaires minoritaires, confrontés à la faible liquidité de l'action.

Tableau 18 : Comparaison des valorisations obtenues pour Harvest par les différentes méthodes de valorisation et primes extériorisées par le prix d'Offre au 15 mai 2020

		Valeur par action	Prime / Décote induite	
A titre principal	Cours de bourse au 3 avril 2020	Cours de clôture au 3 avril 2020	90,00 €	-
		Cours moyen pondéré par les volumes 1 mois	89,98 €	0,0%
		Cours moyen pondéré par les volumes 3 mois	89,99 €	0,0%
		Cours moyen pondéré par les volumes 6 mois	89,99 €	0,0%
		Cours moyen pondéré par les volumes 9 mois	89,98 €	0,0%
		Cours moyen pondéré par les volumes 12 mois	89,05 €	1,1%
	Méthode d'actualisation des flux	DCF to Firm	62,91 €	43,1%
	Méthode d'actualisation des flux	DCF to Equity	52,76 €	70,6%
	Méthode des comparables boursiers	Moyenne des multiples d'EBIT 2020E et 2021E	74,71 €	20,5%
	Analyse des transactions récentes sur le capital	Acquisition du bloc majoritaire le 28 février 2019	85,00 €	5,9%
Acquisition par la Société de 150 actions auprès d'une personne physique le 4 juin 2019		85,00 €	5,9%	
Acquisition hors marché de blocs d'actions Harvest, par l'intermédiaire d'un courtier, le 3 avril 2020		90,00 €	-	
A titre indicatif	Actif Net Comptable	Actif Net Comptable au 31 décembre 2019	14,03 €	541,3%
	Méthode des transactions comparables	Multiple d'EBITDA moyen appliqué à l'EBITDA d'Harvest sur 12 mois au 31 décembre 2019	63,02 €	42,8%

Source : Associés en Finance

Les termes et conditions de l'Offre sont donc équitables pour les actionnaires minoritaires, y compris dans le cadre du retrait obligatoire. »

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, 1.336.378 Actions, représentant 94,17 % du capital social et 93,10 % des droits de vote de la Société¹⁹.

¹⁹ En réputant détenues par l'Initiateur les 70.692 Actions auto-détenues assimilées aux Actions détenues par l'Initiateur en application des dispositions de l'article L. 233-9, I-2° du Code de commerce, sur la base d'un nombre total d'Actions égal à 1.419.144 représentant 2.226.280 droits de vote théoriques.

- L'Offre fait suite à l'achat par l'Initiateur auprès de tiers et hors marché le 3 avril 2020 de plusieurs blocs d'Actions représentant un nombre total de 132.907 Actions, soit 9,37 % du capital. Ces acquisitions ont été réalisées au Prix de l'Offre par l'intermédiaire d'un courtier et n'ont pas fait l'objet de contrat de cession : aucun complément de prix n'a été prévu.
- La durée de l'Offre est fixée à vingt-sept (27) jours de négociation, étant précisé que cette durée est susceptible d'évoluer en fonction de la loi n° 2020-290 du 23 mars 2020 d'urgence pour faire face à l'épidémie de covid-19 (telle que modifiée le cas échéant) et des ordonnances qui ont été ou seront prises sur cette base.
- 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 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 90 euros par Action), nette de tous frais, les Actions non apportées à l'Offre Publique de Retrait (à l'exception des 70.692 Actions auto-détenues par la Société qui sont assimilées aux Actions détenues par l'Initiateur).
- 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, tel que prorogé par les dispositions des ordonnances n° 2020-306 du 25 mars 2020 et n° 2020-427 du 15 avril 2020.
- 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 relevé, sur la base des principales intentions de l'Initiateur pour les douze mois à venir :

- S'agissant de l'intérêt et des conséquences de l'Offre pour la Société et ses salariés :
 - *Stratégie - Politique industrielle et financière* : en collaboration avec les Fondateurs (tel que ce terme est défini à la section 1.1.2.1(a) du Projet de Note d'Information) et les dirigeants, cadres et salariés du groupe, l'Initiateur a l'intention de poursuivre les orientations stratégiques mises en place par la Société et d'accompagner le développement de la Société qui opère dans un secteur marqué par des évolutions constantes et des changements rapides. Dans la mesure où la stratégie de l'Initiateur repose sur la continuité et le développement des activités actuelles de la Société, la réalisation de l'Offre ne devrait pas avoir de conséquence particulière sur les plans actuels de la Société.
 - *Emploi* : l'Offre s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité et de développement de la Société. L'Offre ne devrait donc pas avoir d'incidence

particulière sur les effectifs de la Société ou sa politique salariale ou de ressources humaines. L'Initiateur n'a pas l'intention de déplacer le siège social de la Société.

- *Gouvernance* : La composition actuelle du Conseil d'administration résulte des stipulations du Pacte d'Actionnaires (tel que ce terme est défini à la section 5.1.2 du Projet de Note en Réponse) qui a notamment pour objet de définir les règles de gouvernance de la Société, sans préjudice des dispositions légales et réglementaires applicables et des statuts de la Société. Les parties au Pacte d'Actionnaires sont convenues que le Conseil d'administration est composé d'une majorité de membres nommés sur proposition de Five Arrows, des Fondateurs et, le cas échéant, d'un ou deux membres indépendants nommés sur proposition conjointe de Five Arrows et des Fondateurs. Five Arrows et les Fondateurs sont convenus de mettre en œuvre un processus de succession à terme, étant précisé que les Fondateurs resteront membres des organes de gouvernance une fois la transition menée à son terme. La période de transition sera mise à profit pour identifier et mettre en place un successeur, en tant que dirigeant exécutif de la Société, d'ici le 1er janvier 2021. Le Pacte d'Actionnaires prévoit qu'en cas de retrait obligatoire des actions de la Société, les parties s'engagent à faire le nécessaire afin que la Société soit transformée en société par actions simplifiée, sans mettre en place de conseil d'administration ou de conseil de surveillance au niveau de la Société. A compter de la réalisation de ladite transformation, les fonctions de président de la Société seraient exercées par l'Initiateur.
- *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 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 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, nette de tous frais, les Actions non apportées à l'Offre Publique de Retrait (à l'exception des 70.692 Actions auto-détenues par la Société qui sont assimilées aux Actions détenues par l'Initiateur). 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 contraintes réglementaires et administratives liées à la cotation des actions de la Société. Compte tenu de la structure actuelle de son actionnariat et du faible volume d'échanges sur les actions de la Société sur le marché, un maintien de la cotation des Actions n'est plus justifié pour l'Initiateur.

- *Fusion* : l'Initiateur a indiqué ne pas envisager de procéder à une fusion entre la Société et l'Initiateur, étant précisé que l'Initiateur a décidé le 20 mai 2020 de procéder à l'absorption d'Harvest Group (véhicule intermédiaire entre l'Initiateur et la Société) pour simplifier la structure de détention capitalistique de la Société.

- *Synergies – Gains économiques* : l’Initiateur étant une société ayant pour objet la prise de participation et la gestion de sociétés (ainsi que la fourniture de services le cas échéant), aucune synergie de nature industrielle ou commerciale entre l’Initiateur et la Société n’est par conséquent attendue.

- 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 identique à celui de l’Acquisition des Blocs 2020 (tel que ce terme est défini à la section 1.1.3.1(c) du Projet de Note en Réponse), soit un prix de 90 euros par Action, représentant une prime de 5,9 % par rapport au prix de 85 euros de l’OPAS (tel que ce terme est défini à la section 1.1.3.1(b) du Projet de Note en Réponse) et une prime de 0 % par rapport au dernier cours de clôture de l’Action avant l’annonce de l’Offre²⁰.

Le Prix de l’Offre extériorise une prime de 0 % par rapport à la moyenne des cours de bourse, pondérée par les volumes de transactions, de l’Action pendant les 60, 120 et 180 jours de négociation précédant la publication de l’avis d’ouverture de la période de pré-offre et de 0,9 % par rapport à la moyenne des cours de bourse, pondérée par les volumes de transactions, de l’Action pendant les 250 jours de négociation précédant ladite publication.

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 les banques présentatrices de l’Offre, telle que présentée à la section 3 du Projet de Note d’Information de l’Initiateur.

L’Expert Indépendant a relevé que le Prix de l’Offre est supérieur ou égal aux prix ressortant des transactions réalisées par l’Initiateur sur le capital de la Société depuis l’acquisition d’un premier bloc en février 2019, qu’il s’agisse de l’acquisition du bloc initial, de l’OPAS qui s’en est suivie ou de l’acquisition des Blocs 2020. Il est également supérieur aux résultats des autres méthodes de valorisation retenues par Associés en Finance que ce soit à titre principal ou à titre indicatif. Il a également relevé que l’Offre constitue une fenêtre de liquidité pour les actionnaires minoritaires, confrontés à la faible liquidité de l’action. 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.

- *Politique de distribution des dividendes* : à ce stade, l’Initiateur n’envisage pas de modifier la politique de distribution de dividendes, sachant que la politique de distribution varie déjà d’une année sur l’autre. Toutefois, il se réserve la possibilité de revoir la politique de distribution de dividendes de la Société à l’issue de l’Offre. Pour rappel, toute modification de la politique de distribution de dividendes sera décidée par le Conseil d’administration de la Société conformément à la loi et aux statuts de la Société et, après sa transformation en

²⁰ Cours de clôture de l’Action le 3 avril 2020.

société par actions simplifiée, par son président, et en tenant compte des capacités distributives, de la situation financière et des besoins de financement de la Société.

Avis motivé du Conseil d'administration

A 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, 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 (à l'exception des 70.692 Actions auto-détenues par la Société qui sont assimilées aux Actions 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 a l'intention de poursuivre les orientations stratégiques mises en place par la Société et d'accompagner le développement de la Société qui opère dans un secteur marqué par des évolutions constantes et des changements rapides ;
- prend acte que l'acquisition de la Société s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité et de développement de la Société et que l'Offre ne devrait donc pas avoir d'incidence particulière sur les effectifs de la Société ou sa politique salariale ou de ressources humaines.

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 :

- de recommander aux actionnaires de la Société d'apporter leurs Actions à l'Offre, étant précisé qu'en toute hypothèse, les actions non présentées à l'Offre Publique de Retrait (à l'exception des 70.692 Actions auto-détenues par la Société qui sont assimilées aux Actions détenues par l'Initiateur) 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 90 euros par Action), nette 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 ;

- de ne pas apporter à l'Offre les actions auto-détenues par la Société, non visées par l'Offre ;
- donne tous pouvoirs à Monsieur Jean-Michel Dupiot, Directeur général, avec faculté de subdélégation à toute personne de son choix, à l'effet de :
 - o finaliser, signer et déposer auprès de l'AMF le Projet de Note en Réponse de la Société,
 - o 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,
 - o signer toutes attestations requises dans le cadre de l'Offre,
 - o 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 SOCIETE

Aucun administrateur ne détient d'Actions²¹.

4. INTENTIONS DE LA SOCIETE RELATIVES AUX ACTIONS AUTO-DETENUES

L'Offre ne vise pas les 70.692 Actions auto-détenues par la Société, représentant 4,98 % du capital de la Société, lesquelles sont assimilées aux Actions détenues par l'Initiateur en application des dispositions de l'article L. 233-9, I-2° du Code de commerce.

5. 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.

5.1.1 Réinvestissement

Comme indiqué dans la note d'information de l'Initiateur relative à l'OPAS visée par l'AMF en date du 2 avril 2019 sous le numéro n° 19-130, en vertu de la promesse unilatérale d'achat conclue le 17 décembre 2018 par Five Arrows Managers et les Fondateurs (la « **Promesse d'Achat** ») ainsi que du

²¹ Afin de satisfaire la condition de détention prévue à l'article 17.1 des statuts de la Société, des prêts de consommation portant sur une action de la Société ont été conclus le 27 février 2019, pour une durée indéterminée, entre Harvest Group et chacun des administrateurs de la Société. Ces actions ne sont pas visées par l'Offre.

contrat d'acquisition d'actions conclu le 27 février 2019 par l'Initiateur et les Fondateurs (le « **Contrat d'Acquisition du Bloc 2019** ») relatifs à l'Acquisition du Bloc 2019, l'Initiateur s'était engagé à permettre aux Fondateurs et aux Managers Cercle 1 de réinvestir dans le groupe, dans les conditions et selon les modalités définies en annexe de la Promesse d'Achat.

5.1.2 **Pacte d'Actionnaires**

Five Arrows, les Fondateurs et les Managers Cercle 1²² ont conclu un pacte d'actionnaires le 27 février 2019, modifié par avenant en date du 1^{er} juillet 2019, d'une durée de 20 ans dont l'objet est notamment de définir les règles de gouvernance de Financière Winnipeg, de l'Initiateur, d'Harvest Group, de la Société et de ses filiales et les conditions et modalités des transferts de titres Financière Winnipeg (le « **Pacte d'Actionnaires** »).

Les principales stipulations du Pacte d'Actionnaires, qui sont restées inchangées, sont décrites à la section 1.3.2 de la note d'information de l'Initiateur relative à l'OPAS visée par l'AMF en date du 2 avril 2019 sous le numéro n° 19-130.

5.1.3 **Acquisition des Blocs 2020**

Le 3 avril 2020, l'Initiateur a procédé à l'Acquisition des Blocs 2020 par voie de cession hors marché, au Prix de l'Offre. Ces acquisitions ont été réalisées par l'intermédiaire d'un courtier et n'ont pas fait l'objet de contrat de cession : aucun complément de prix n'a été prévu.

Le financement de l'Acquisition des Blocs 2020 et des frais y afférents a été réalisé par voie de prêt d'actionnaires consenti par Five Arrows, par l'intermédiaire de Financière Winnipeg.

L'Acquisition des Blocs 2020 a fait l'objet de communiqués de presse de l'Initiateur et de la Société en date du 6 avril 2020.

6. ELEMENTS CONCERNANT LA SOCIETE SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR LE DEROULEMENT DE L'OFFRE

6.1 Structure et répartition du capital

A la date du présent projet de Note en Réponse, le capital social de la Société s'élève à 1.419.144 euros, divisé en 1.419.144 actions de 1 euro de valeur nominale chacune, entièrement libérées et toutes de même catégorie.

Il est rappelé qu'entre le 7 mai 2020, date du dépôt du projet d'Offre, et la date du présent Projet de Note en Réponse, l'Initiateur a acquis, le 11 mai 2020, en vertu des accords de liquidité décrits à la section 1.2.2 du présent Projet de Note en Réponse, les 15.300 Actions Gratuites attribuées par la Société.

A 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 :

²² Tout transfert de titres Financière Winnipeg, sous quelque forme et par quelque moyen que ce soit (en ce compris par voie d'émission de nouveaux titres), ne pourra être réalisé qu'à la condition que le bénéficiaire du transfert ait au préalable adhéré au Pacte d'Actionnaires.

Actionnaires	Nombre d'Actions	% du capital	Nombre de droits de vote*	% des droits de vote théorique*
Winnipeg Participations	458.660	32,32 %	458.660	20,60 %
Harvest Group	807.026	56,87 %	1.614.047	72,50 %
Actions auto-détenues	70.692	4,98 %	-	-
Sous-total Initiateur	1.336.378	94,17 %	2.072.707	93,10 %
Public	82.766	5,83 %	82.881	3,72 %
Total	1.419.144	100 %	2.226.280	100 %

* 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 attachés des droits de vote, y compris les Actions privées de droits de vote.

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

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 14.2 des statuts de la Société), en vertu de laquelle, tant que les actions Harvest sont admises aux négociations sur le marché Euronext Growth, toute personne physique ou morale qui vient à détenir, seule ou de concert, directement ou indirectement, une fraction égale à 5 % du capital ou des droits de vote ou à tout multiple de ce pourcentage et ce, jusqu'à 50 % du capital social ou des droits de vote inclus, et, au-delà de 50 %, une fraction correspondant aux seuils supérieurs prévus par l'article L. 233-7 du Code de commerce ainsi qu'au seuil de 95 % prévu par les règles du marché Euronext Growth, est tenue de déclarer à la Société dans un délai de cinq jours de bourse à compter de l'inscription en compte des titres qui lui permettent d'atteindre ou de franchir ces seuils, par lettre recommandée avec accusé de réception, le nombre total des actions et des droits de vote qu'elle possède. Cette déclaration est effectuée dans les conditions ci-dessus chaque fois que les seuils susvisés sont franchis, à la hausse comme à la baisse.

A défaut d'avoir été déclarées dans les conditions ci-dessus, et si la demande en est faite (et consignée dans le procès-verbal de l'assemblée générale) par un ou plusieurs actionnaires détenant 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.

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 en vigueur.

Droit de vote double

L'article 29 des statuts de la Société prévoit l'attribution d'un droit de vote double aux actions inscrites au nominatif depuis au moins deux ans au nom d'un même actionnaire.

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

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.

6.4 Participations directes ou indirectes au sein du capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil ou d'une déclaration d'opération sur titres

En application des 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 et de l'article 14.2 des statuts de la Société, l'Initiateur a déclaré, à la suite des opérations mentionnées à la section 1.1.3.15.1.3 du Projet de Note en Réponse :

- par courrier à la Société en date du 28 février 2019, avoir franchi à la hausse, le 27 février 2019, l'ensemble des seuils statutaires entre 0 et 50 % du capital et 2/3 des droits de vote de la Société ainsi que les seuils légaux de 50 % du capital et des droits de vote de la Société ;
- par courrier à l'AMF en date du 28 février 2019²³, avoir franchi à la hausse, le 27 février 2019, les seuils légaux de 50% du capital et des droits de vote de la Société ;
- par courrier à la Société en date du 8 mars 2019, avoir franchi à la hausse le seuil statutaire des 2/3 du capital de la Société au résultat de l'acquisition d'Actions conformément aux dispositions de l'article 231-38, IV du règlement général de l'AMF ; et
- par courrier à la Société en date du 14 avril 2020, avoir franchi à la hausse, le 3 avril 2020, les seuils statutaires de 90% du capital et des droits de vote de la Société.

6.5 Droits de contrôle spéciaux

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

6.6 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).

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

A la connaissance de la Société, à la date du présent Projet de Note en Réponse, il n'existe pas d'accord entre actionnaires pouvant entraîner des restrictions relatives au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote de la Société.

²³ D&I n° 219C0367 du 1^{er} mars 2019.

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

6.8.1 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 17 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. A la date du présent Projet de Note en Réponse, le Conseil d'administration est composé de cinq membres. Chaque membre doit être propriétaire d'au moins une action pendant toute la durée de son mandat.

Conformément à l'article L. 225-19 du Code du commerce et aux stipulations de l'article 17.1 des statuts de la Société, nul ne peut être nommé membre du Conseil d'administration si, ayant dépassé l'âge de 70 ans, sa nomination a pour effet de porter à plus du tiers des membres du Conseil le nombre des membres ayant dépassé cet âge. D'autre part, si du fait qu'un membre du Conseil en fonction vient à dépasser cet âge de 70 ans, la proportion du tiers ci-dessus visée est dépassée, le membre du Conseil d'administration le plus âgé est réputé démissionnaire d'office.

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 six 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 l'assemblée générale ordinaire la plus proche. A défaut de ratification, les délibérations prises par le Conseil d'administration et les actes accomplis antérieurement par lui n'en demeurent pas moins valables.

Lorsque le nombre des membres du Conseil d'administration est devenu inférieur au minimum légal, le Conseil d'administration doit convoquer immédiatement l'assemblée générale, en vue de compléter l'effectif du Conseil d'administration.

6.8.2 Règles applicables à la modification des statuts

L'assemblée générale extraordinaire est seule compétente pour modifier les statuts de la Société, conformément aux dispositions législatives et réglementaires en vigueur.

L'assemblée générale extraordinaire ne délibère valablement que si les actionnaires présents ou représentés possèdent au moins, sur première convocation, le quart, et, sur deuxième convocation, le cinquième des actions ayant le droit de vote. A 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, le quorum du cinquième étant à nouveau exigé.

L'assemblée générale extraordinaire statue à la majorité des deux tiers des voix exprimées par les actionnaires présents ou représentés. 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.

6.9 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 du 2 mai 2018 :

Objet de la résolution	Montant maximal	Durée de l'autorisation
Délégation de compétence pour émettre des actions ou valeurs mobilières avec maintien du droit préférentiel de souscription	700.000 €	26 mois
Autorisation d'attribuer des actions gratuites existantes ou à émettre aux membres du personnel salarié et / ou certains mandataires sociaux	3 % du capital social au jour de l'assemblée générale du 2 mai 2018	38 mois
Délégation de compétence pour émettre des actions ou des valeurs mobilière avec suppression du droit préférentiel de souscription au profit des adhérents d'un PEE	1 % du capital social au jour de la décision du conseil d'administration	26 mois

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

A 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.

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

Sous réserve des précisions ci-après, aucun accord avec la Société ne prévoit d'indemnité en cas de départ des membres du Conseil d'administration en cas d'offre publique.

Une indemnité de départ au profit de Monsieur de Monsieur Brice Pineau, Président du Conseil d'administration, et de Monsieur Jean-Michel Dupiot, Directeur Général, égale à 12 mois de rémunération fixe brute, au titre respectivement de leurs fonctions de Président du Conseil d'administration et de Directeur Général, a été autorisée par le Conseil d'administration de la Société du 1^{er} juillet 2019.

Cette indemnité de départ est due respectivement en cas de cessation des fonctions de Président du Conseil d'administration et de Directeur Général, sauf en cas de (i) démission, (ii) départ en retraite avant l'âge légal ou conventionnel de départ en retraite, (iii) révocation ou non-renouvellement des fonctions à la suite d'une Faute Lourde, d'une Faute Grave ou d'une Violation Significative (tels que ces termes sont définis dans le Pacte d'Actionnaires), ou (iv) passage en Phase 2 (tel que ce terme est défini dans le Pacte d'Actionnaires).

7. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

Le 14 avril 2020, le Conseil d'administration de la Société a désigné le cabinet Associés en Finance en qualité d'expert indépendant, conformément aux dispositions de l'article 261-1, I-1° 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 29 mai 2020, est intégralement reproduit en Annexe 1 et fait partie intégrante du présent Projet de Note en Réponse.

8. INFORMATIONS COMPLEMENTAIRES CONCERNANT LA SOCIETE

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 (www.harvest.fr) et de l'AMF (www.amf-france.org), et pourront être obtenues sans frais auprès de :

Harvest
5, rue de la Baume
75008 Paris

9. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DU PRESENT PROJET DE NOTE EN REPONSE

« A 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. »

Harvest

Par : Monsieur Jean-Michel Dupiot
Directeur Général

Annexe 1
Rapport de l'Expert Indépendant



RAPPORT D'EXPERTISE INDEPENDANTE

**OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT SUIVIE D'UN RETRAIT
OBLIGATOIRE INITIEE PAR WINNIPEG PARTICIPATIONS SUR
LES ACTIONS HARVEST**

Le 29 mai 2020



SOMMAIRE

I.	Contexte et présentation de la Mission.....	4
II.	Présentation de la Société.....	7
	II.A. Historique et activités résumées d’Harvest.....	7
	II.B. Actionnariat	10
	II.C. Description des activités d’Harvest.....	10
	II.C.1. Le positionnement stratégique d’Harvest.....	10
	II.C.2. Le modèle économique d’Harvest.....	12
	II.D. Fondamentaux de l’environnement opérationnel.....	13
	II.E. Analyse financière d’Harvest	15
	II.E.1. Compte de résultat.....	15
	II.E.2. Bilan	17
	II.E.3. Tableau de flux de trésorerie	19
III.	Examen des conditions de l’Offre	21
	III.A. Opérations sur les titres Harvest postérieurement à l’OPAS.....	21
	III.B. Cession de blocs portant sur 9,37 % du capital	21
	III.C. Pacte d’actionnaires et réinvestissement.....	22
	III.D. Accord entre les parties : convention de prestations de services	23
	III.E. Plans d’attribution gratuites d’actions et mécanisme de liquidité	23
	III.F. Conclusion.....	23
IV.	Evaluation d’Harvest	24
	IV.A. Méthodes de valorisation écartées.....	24
	IV.A.1. Méthode de l’actif net réévalué.....	24
	IV.A.2. Valorisation par les dividendes.....	24
	IV.A.3. Analyse des objectifs des analystes financiers	24
	IV.B. Méthodes de valorisation retenues	24
	IV.B.1. Nombre d’actions retenu pour l’évaluation et éléments de passage entre la valeur d’entreprise et la valeur des fonds propres	25
	IV.B.2. Méthode de l’actif net comptable (à titre indicatif).....	26
	IV.B.3. Analyse de l’évolution du cours de bourse de l’action Harvest	27
	IV.B.4. Transactions récentes réalisées sur le capital d’Harvest.....	31
	IV.B.5. Valorisation par la méthode des comparables boursiers	32
	IV.B.6. Valorisation par la méthode des transactions de comparables (à titre indicatif).....	34
	IV.B.7. Méthode d’actualisation des flux de trésorerie.....	36

IV.B.8. Estimation du coût des ressources de financement	38
IV.B.9. Résultats de la valorisation.....	39
IV.B.10. Analyse de la sensibilité de la valorisation	40
V. Analyse des travaux des banques présentatrices.....	41
V.A. Les méthodes écartées et retenues	41
V.B. Les éléments de passage entre la valeur d'entreprise et la valeur des fonds propres.....	41
V.C. Les méthodes présentées à titre indicatif par Associés en Finance	41
V.C.1. Méthode de l'actif net comptable.....	41
V.C.2. Méthode des transactions comparables.....	42
V.D. Méthodes retenues à titre principal par Associés en Finance.....	42
V.D.1. Référence au cours de bourse	42
V.D.2. Référence à des transactions récentes réalisées sur le capital	42
V.D.3. Méthode des comparables boursiers	42
V.D.4. L'actualisation des flux prévisionnels	43
V.E. Synthèse	45
VI. Conclusion.....	46
VII. Annexes	48
VII.A. Annexe 1 : Présentation de l'expert et déroulement de la mission.....	48
VII.B. Annexe 2 : Présentation détaillée du modèle Trival®	52
VII.C. Annexe 3 : Présentation des comparables boursiers	55
VII.D. Annexe 4 : Présentation des transactions comparables	57

I. Contexte et présentation de la Mission

Contexte

Harvest (ci-après la « **Société** ») est une société française créée en 1989 spécialisée dans l'édition de solutions digitales pour les métiers du conseil financier et patrimonial. Son offre s'adresse essentiellement à une clientèle grands comptes de la banque et de l'assurance, ainsi qu'aux cabinets en gestion de patrimoine.

A la demande des deux fondateurs de la Société, Messieurs Brice Pineau et Jean-Michel Dupiot, un processus de cession concurrentiel a été mis en place de septembre à décembre 2018, auquel ont participé des acteurs du *private equity* et de l'industrie. A l'issue de ce processus, le 27 février 2019, Winnipeg Participations (ci-après « **l'Initiateur** »), a annoncé l'acquisition du bloc majoritaire d'Harvest (ci-après « **Bloc 2019** ») représentant 61,04 % du capital au prix de 85 € par action auprès des fondateurs de la Société (ci-après les « **Fondateurs** »), Messieurs Brice Pineau et Jean-Michel Dupiot, ou de leur holding patrimoniale respective, certains dirigeants, cadres et salariés de la Société (ci-après les « **Managers Cercle 1** ») et des proches des Fondateurs. L'acquisition de ce bloc intégrait un réinvestissement minoritaire des Fondateurs et de certains managers.

L'Initiateur, Winnipeg Participations, est une société constituée spécialement pour l'acquisition du Bloc 2019 et l'OPAS (tel que ce terme est défini ci-dessous) subséquente. Elle a pour actionnaire unique la société Financière Winnipeg (ci-après « **Financière Winnipeg** ») dont la majorité du capital est détenue par la société Five Arrows Holding VII S.à.r.l. (ci-après « **Five Arrows** »), laquelle est elle-même détenue indirectement par des fonds dont la société Five Arrows Managers SAS assure la gestion directe et déléguée.

Suite à l'acquisition du Bloc 2019, Winnipeg Participations détenait directement et indirectement 66,23 % du capital de la Société. Winnipeg Participations a annoncé à la même date le dépôt d'un projet d'Offre Publique d'Achat Simplifiée (ci-après « **OPAS** ») sur le solde du capital restant au même prix, ainsi que son intention de mettre en œuvre une procédure de retrait obligatoire à l'issue de l'OPAS si les conditions de seuil de détention étaient remplies.

Le 26 avril 2019, à la clôture de l'OPAS, Winnipeg Participations détenait 84,65 % du capital d'Harvest, le retrait obligatoire n'avait dès lors pas pu être mis en œuvre.

Le 3 avril 2020, Winnipeg Participations a acquis hors marché plusieurs blocs minoritaires (ci-après « **Blocs 2020** ») qui représentent 9,37 % du capital et 5,97 % des droits de vote de la Société¹, au prix de 90 € par action. Ces acquisitions ont été réalisées par l'intermédiaire d'un courtier et n'ont pas fait l'objet de contrat de cession, aucun complément de prix n'a été prévu.

A l'issue de ces acquisitions, à la date du présent rapport, Winnipeg Participations détient directement et indirectement 94,17 % du capital et 93,10 % des droits de vote d'Harvest, et a indiqué son intention de déposer une Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire (ci-après « **OPR-RO** » ou « **Offre** ») sur le solde du capital au même prix de 90,0 € par action.

Mission d'Associés en Finance

Le 14 avril 2020, le Conseil d'Administration d'Harvest a désigné Associés en Finance en qualité d'expert indépendant. En l'absence de comité ad hoc constitué majoritairement d'administrateurs indépendants, la désignation de l'expert a été soumise au droit d'opposition éventuel de l'AMF

¹ Sur la base d'un nombre total de 1 419 144 actions et 2 226 280 droits de vote théoriques au sens de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF le 6 avril 2020.

conformément aux dispositions de l'article 261-1-1 du règlement général de l'AMF. L'article 261-1 I prévoit la nomination d'un expert pour attester du caractère équitable d'une offre publique « 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 [...] ou de mettre en cause l'égalité des actionnaires ou des porteurs des instruments financiers qui font l'objet de l'offre ».

Dans le cas présent, le recours à un expert indépendant est rendu nécessaire par le fait que l'Initiateur de l'Offre détiendra déjà le contrôle d'Harvest (article 261-1, I-1° du Règlement général) et par le fait qu'une procédure de retrait obligatoire sera mise en œuvre (article 261-1, II du Règlement général).

La mission d'Associés en Finance consiste à se prononcer sur le caractère équitable des termes et conditions de l'Offre initiée par Winnipeg Participations sur la totalité des actions existantes non détenues par Winnipeg Participations, soit un nombre maximum de 82 766 actions représentant 5,83 % du capital de la Société, au prix unitaire de 90,0 € par action payable en numéraire, étant précisé que l'Offre ne vise pas les 70 692 actions auto-détenues par la Société à la date des présentes (ces dernières étant assimilées aux actions détenues par Winnipeg Participations).

Sur la base des échanges avec les parties prenantes et de l'analyse des documents et informations reçus, Associés en Finance confirme l'absence de contrats, conditions spécifiques ou opérations connexes à l'Offre au sens des paragraphes 2° et 4° de l'article 261-1, I du Règlement général de l'AMF.

Indépendance

Associés en Finance confirme ne pas avoir de conflit d'intérêt et être indépendant de l'ensemble des intervenants sur ce dossier au sens de l'article 261-4 du Règlement général de l'AMF et de l'instruction 2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante.

Ainsi, Associés en Finance et ses salariés :

- n'entretiennent pas de lien juridique ou de lien en capital avec les sociétés concernées par l'Offre ou avec leurs conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance ;
- n'ont procédé à aucune évaluation de la Société ou de ses filiales au cours des dix-huit derniers mois précédant la désignation d'Associés en Finance ;
- n'ont conseillé aucune des sociétés concernées par l'Offre, ou toute personne que ces sociétés contrôlent au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce, au cours des dix-huit mois précédant la désignation d'Associés en Finance ;
- n'entretiennent pas de relations répétées avec une banque susceptibles d'affecter l'indépendance d'Associés en Finance : en particulier, Associés en Finance n'est pas intervenu lors des 18 mois précédant sa désignation en tant qu'expert indépendant sur des offres publiques sur lesquelles Lazard (ci-après « **Lazard** ») et la banque Alantra (ci-après « **Alantra** ») étaient établissements présentateurs ;
- ne détiennent aucun intérêt financier dans la réussite de l'Offre, une créance ou une dette sur l'une des sociétés concernées par l'Offre ou toute personne contrôlée par ces sociétés au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce, susceptible d'affecter leur indépendance.

Avertissement

Les informations, utilisées pour la réalisation de nos travaux, ont soit été fournies par Harvest, soit étaient publiques. Associés en Finance n'a effectué aucune revue physique et aucune évaluation indépendante des immobilisations, de l'actif ou du passif d'Harvest et de ses filiales et participations. Associés en Finance n'a effectué aucune revue indépendante des litiges en cours ou potentiels, des recours, réclamations ou autres responsabilités potentielles dont la Société pourrait faire l'objet. De manière générale, ont été tenues pour acquises, sans vérification indépendante, l'exactitude des données, documents ou informations qui ont été communiqués ou auxquels Associés en Finance a eu accès sans que Associés en Finance puisse encourir une quelconque responsabilité du fait de ces données, documents et informations. Associés en Finance ne peut garantir l'exactitude des prévisions, estimations et informations fournies.

Déroulement de la mission d'Associés en Finance

Suite à sa nomination en qualité d'expert indépendant par le Conseil d'Administration d'Harvest du 14 avril 2020, soumise au droit d'opposition éventuel de l'AMF conformément aux dispositions de l'article 261-1-1 du Règlement général de l'AMF, la mission d'Associés en Finance s'est déroulée du 14 avril 2020 au 29 mai 2020. Le présent rapport a été établi sur la base des conditions prévalant sur les marchés financiers au 15 mai 2020 tandis que la comparaison du prix d'Offre avec le cours d'Harvest a été menée au dernier jour de cotation précédant l'annonce de l'Offre, soit le 3 avril 2020.

II. Présentation de la Société

II.A. Historique et activités résumées d'Harvest

La Société a été créée en 1989 par Messieurs Brice Pineau et Jean-Michel Dupiot. Harvest est un éditeur spécialisé dans les logiciels d'aide à la décision financière, patrimoniale et fiscale, destinés essentiellement à une clientèle de grands comptes dans la banque et l'assurance.

En 1991, l'arrivée d'Olivier Poulain marque le lancement du produit historique BIG et la signature du premier contrat BIG avec la Société Générale. Ce produit sera lancé en 1994 ainsi que l'activité de formation à la gestion de patrimoine avec l'acquisition de la société Formatick qui sera revendue en 1998 mais l'activité sera poursuivie en interne.

En 1996, BIG et les autres logiciels migrent sur Windows. En 1997, la Société lance un nouveau produit, Clickimpôts, qui permet de remplir rapidement, facilement et de manière fiable sa déclaration de revenus.

La Société lance DECLIC en 1999, un nouveau support à l'entretien pour les conseillers et la Patritèque en 2001.

En juin 2005, Harvest s'introduit en bourse sur le marché Alternext et acquiert Quantix, société proposant une gamme de simulateurs financiers à destination du secteur de la banque-assurance.

La Société poursuit sa croissance externe avec l'acquisition d'O2S en 2008. Il s'agit d'une société spécialisée dans l'agrégation de portefeuilles, la gestion de la relation client et la conformité réglementaire.

Après avoir franchi les 15 M€ de chiffre d'affaires en 2010, l'année 2011 est marquée par un ralentissement lié à la chute brutale des marchés financiers. Cette situation engendre un gel et un report des projets. Les revenus récurrents liés aux segments SaaS (*Software as a Service*) et maintenance permettent de maintenir un niveau de chiffre d'affaires en légère croissance.

En 2012, la Société poursuit sa croissance externe avec l'acquisition de son concurrent Issos, entreprise spécialisée dans la conception d'outils d'aide à la vente équipant les réseaux commerciaux dans la banque et l'assurance.

En 2016, la Société lance le Portail fiscal, outil d'accompagnement sur la fiscalité et une offre O2S Business Link destinée aux assureurs, sociétés d'*asset management* et fournisseurs de produits financiers diffusés par les CGP indépendants. La Société a également développé un nouveau concept, une nouvelle offre, MoneyPitch, dont le déploiement a débuté fin 2017. Il s'agit d'un portail patrimonial, commercialisé en marque blanche. Ce développement a pesé sur la rentabilité de la Société en 2016 et 2017.

La pression réglementaire de plus en plus importante sur le marché des conseillers financiers (MIF2, RGPD, DDA, etc.) profite à la Société dont les solutions permettent aux établissements d'assurer leur conformité.

En 2018 et 2019, la croissance d'Harvest est portée par les redevances de maintenance, les revenus du SaaS et les prestations de forfait. Le déploiement des solutions, en particulier O2S et MoneyPitch auprès des grands comptes s'accompagne de prestations d'intégration importantes.

A la demande des deux Fondateurs de la Société, Messieurs Brice Pineau et Jean-Michel Dupiot, un processus de cession concurrentiel a été mis en place de septembre à décembre 2018, auquel ont participé des acteurs du *private equity* et de l'industrie. A l'issue de ce processus, l'Initiateur a acquis

61,04 % du capital auprès des Fondateurs (ou de leur holding patrimoniale respective), de certains dirigeants, cadres et salariés et des proches des Fondateurs.

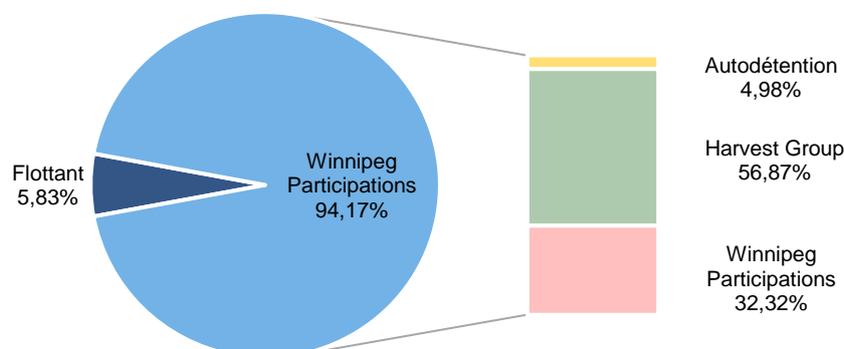
Figure 1: Historique d'Harvest


Sources : Associés en Finance, Harvest

II.B. Actionnariat

A la date du présent rapport, après prise en compte du transfert des blocs, l'Initiateur, détient directement ou indirectement, 1 336 378 actions représentant 94,17 % du capital et 93,10 % des droits de vote de la Société.

Graphique 2 : Actionnariat Harvest au 15 mai 2020



Sources : Harvest, Associés en Finance

II.C. Description des activités d'Harvest

Harvest est une société française créée en 1989 spécialisée dans l'édition de solutions digitales pour les métiers du conseil financier et patrimonial. Son offre s'adresse essentiellement à une clientèle grands comptes de la banque et de l'assurance, ainsi qu'aux cabinets en gestion de patrimoine.

La Société détient 100% du capital de la SARL de droit marocain O2S (Office Software System), dont le siège est à Casablanca. Cette société a comme seul objet des activités de développement informatique pour le compte de sa maison mère Harvest, essentiellement dans le cadre du logiciel O2S édité et exploité par Harvest.

II.C.1. Le positionnement stratégique d'Harvest

Harvest est un éditeur pur spécialisé dans la création de logiciels financiers (les progiciels représentent près de 83 % de son chiffre d'affaires), dont l'objectif principal est de simplifier la gestion des situations patrimoniales les plus complexes et de démocratiser l'accès des clients finaux à la gestion de patrimoine via le conseil augmenté et les processus de digitalisation.

L'offre d'Harvest s'adresse à une clientèle diversifiée (aucun client ne représente plus de 5 % du chiffre d'affaires) constituée pour 75 % de l'activité, de plusieurs centaines de clients grands comptes, et pour les 25 % restants, de près de 3 milliers de professionnels indépendants et de petites structures (conseillers en gestion de patrimoine indépendants, experts-comptables, notaires, etc.).

La nature des solutions digitales proposées par Harvest implique des mises-à-jour permanentes au gré de l'évolution des réglementations juridiques, fiscales et sociales et favorise la facturation de prestations récurrentes. L'accès aux activités de maintenance des licences, de location de progiciels et d'hébergement des données requiert le versement d'une redevance et représente 75 % du chiffre d'affaires.

Son positionnement de leader sur le marché s'explique par la dualité de son expertise qui combine savoir-faire métier et maîtrise technique et lui permet d'adresser l'ensemble de la chaîne de valeur du marché des solutions digitales au conseil financier : gestion de portefeuille, optimisation fiscale de patrimoine, aide à la vente de produits financiers, respect de la conformité réglementaire et gestion de la relation client.

Les principaux logiciels édités et commercialisés par Harvest sont :

- **BIG** : solution d'audit patrimonial de référence sur le marché du conseil en gestion de patrimoine qui permet aux conseillers en gestion de patrimoine, banques privées et assureurs d'analyser la situation patrimoniale de leurs clients pour leurs offrir les conseils et les produits financiers les mieux adaptés. BIG intègre également les fonctionnalités d'aide à la déclaration fiscale de ClickImpôts et la plupart des outils de simulation offerts par le logiciel Quantix. BIG, en tant que logiciel de référence couvre 90% de parts de marché et équipe 100% des grandes banques françaises. Historiquement distribué en mode licence, il est désormais proposé sous forme d'abonnement annuel avec options (hébergement des données, télédéclaration aux nouveaux clients, etc.) ;
- **O2S** : outil d'agrégation, de suivi et de gestion des comptes qui permet aux professionnels du patrimoine, aux banques privées et aux assureurs de piloter, d'optimiser et de contrôler la conformité réglementaire de leurs portefeuilles d'investissement, tout en structurant la démarche commerciale afin d'améliorer la relation client. O2S est vendu exclusivement en mode SaaS sous forme de facturation mensuelle. Le prix de l'abonnement dépend ainsi des nombres d'utilisateurs, de clients agrégés ou encore du nombre d'accès à MoneyPitch et Patrithèque autorisés ;
- **MoneyPitch** : interface client qui permet aux professionnels du patrimoine et conseillers financiers d'assurer un suivi sur-mesure de l'évolution patrimoniale de leurs clients finaux. MoneyPitch offre au client final une vision synthétique de sa situation financière et lui permet d'identifier les projets patrimoniaux les plus adaptés à son profil. MoneyPitch est déployé en SaaS et est actuellement proposé uniquement en complément d'O2S, mais pourrait être développé en standalone sous forme de marque blanche ;
- **Business Link** : solution business dédiée aux partenaires des conseillers en gestion de patrimoine indépendants en complément d'O2S qui permet la transmission de données entre les conseillers en gestion de patrimoine et les distributeurs (essentiellement des assureurs) concernant les KYC, les souscriptions, les demandes d'arbitrage, ou encore les conseils sous forme de portefeuilles modèles. Business Link est commercialisé sous forme de service et de prestation d'intégration ;
- **ClickImpôts** : solution qui permet aux professionnels qui réalisent des déclarations fiscales pour le compte de tiers (en particulier les experts-comptables) mais également aux professionnels non-tiers déclarants, de calculer, contrôler et optimiser de manière simple et intuitive les déclarations fiscales de leurs clients. ClickImpôts est disponible en mode licence et déployé sur plus de 100 000 postes de professionnels de la gestion en patrimoine. Le logiciel est également commercialisé auprès des particuliers ;
- **Patrithèque** : ressource documentaire digitale de natures juridique, fiscale et sociale à destination des professionnels de la gestion de patrimoine et du conseil financier. L'offre comprend l'accès à une newsletter bimensuelle. Patrithèque est proposé en SaaS sous forme de licence / maintenance ou d'abonnement et peut également être consommé sous forme d'option dans le cadre d'un abonnement O2S ;
- **Quantix** : gamme d'une quarantaine de simulateurs qui permet aux professionnels de la banque et de l'assurance, ainsi qu'à leurs clients finaux de réaliser des simulations sur un ensemble de thématiques financières et patrimoniales (fiscalité, retraite, santé et prévoyance,

épargne bancaire, placements financiers...). L'offre peut inclure des options sous forme de prestations complémentaires : personnalisation des scénarios, hébergement des simulateurs, intégrations aux SI de la clientèle) ;

- **VIC** : solution omnicanale de simulation et d'instruction de crédits qui permet aux établissements bancaires de renforcer leur force de vente grâce à une offre globale qui intègre le pilotage sur-mesure des offres commerciales et leur distribution (de la découverte du client jusqu'à l'instruction du dossier de crédit). VIC est commercialisé sous la forme de licence / maintenance ou d'abonnement annuel avec un volume significatif de prestation (scénarisation et intégration).

II.C.2. Le modèle économique d'Harvest

Harvest s'appuie sur une distribution multi-canal de ses logiciels : historiquement vendues en mode licence unitaire, les solutions offertes par le groupe sont à présent essentiellement proposées en SaaS sous forme d'abonnement locatif, dont le prix dépend du nombre d'utilisateurs et de la souscription à différents types d'options. Harvest propose également des prestations au forfait afin de répondre à des besoins d'intégration et de déploiement plus spécifiques et développe ainsi des logiciels complémentaires sur-mesure, notamment pour les clients grands comptes.

Les prestations de maintenance des licences vendues constituent le premier pôle de rémunération de la Société (41,6% du CA 2019), porté par la récurrence des mises à jour nécessaires. La location de logiciels en SaaS représente plus du tiers de l'activité désormais et devrait poursuivre sa forte augmentation dans les années à venir au vu des tendances récentes de marché.

Le reste de l'offre « non logiciel » s'articule autour des services d'hébergement des données (souvent compris comme une option) et de formation (en présentiel et en e-learning) qui regroupe près de 80 modules sur les thèmes de la gestion patrimoniale, de l'assurance, ou encore de l'actualité fiscale.

Harvest emploie 285 collaborateurs et a réalisé un chiffre d'affaires de 31,9 M€ en 2019, réparti en 5 catégories principales de services, comme illustré dans la Figure 2.

Figure 2 : Répartition du chiffre d'affaires par activités au 31 décembre 2019

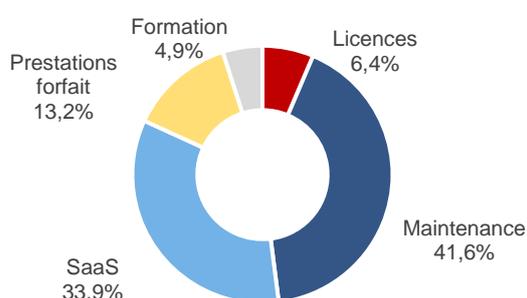
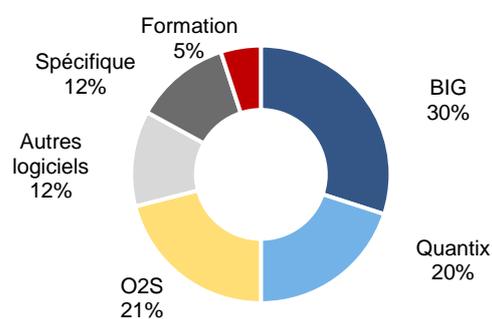


Figure 3 : Répartition du chiffre d'affaires par produits au 31 décembre 2019



Sources : Harvest, Associés en Finance

Toutes les activités du groupe sont en croissance sur les cinq dernières années à l'exception de l'activité de « Licences » qui passe de 3,0 M€ à 2,0 M€ de chiffre d'affaires entre 2015 et 2019, soit un taux de croissance annuel moyen de -9,2 % sur la période. Conséquence directe de cette baisse des ventes de licences, la contribution de l'activité de maintenance des licences vendues est en repli de -8 % entre 2015 et 2019.

Cette évolution s'explique par un positionnement technologique du marché en faveur du SaaS. Harvest s'est appuyé principalement sur le développement d'O2S et MoneyPitch pour porter les revenus SaaS, qui sont ainsi en forte croissance et sont passés de 4,5 M€ en 2015 à 10,8 M€ en 2019, soit un taux de croissance annuel moyen de +24,9 % sur la période. L'évolution du mix produit permet au groupe de renforcer la part des revenus à forte récurrence, puisque la contribution de l'activité SaaS est passée en 5 ans de 19,4 % à 33,9 %. Cette part est appelée à augmenter au cours des exercices suivants, dans la mesure où MoneyPitch devrait atteindre son plein potentiel en 2021.

Les activités de prestations au forfait suivent également une dynamique de croissance soutenue (+ 9,1 % de croissance annuelle en 5 ans) et ce notamment suite à l'intégration de Issos, racheté en 2012 (devenu Harvest Sophia puis absorbée en 2015).

La part du pôle « Formation » dans le chiffre d'affaires est restée assez stable au fil des années, bien que ce pôle ait connu une croissance régulière et soutenue (taux de croissance annuel moyen de +6,2%) : sa part oscille entre 5 et 6 % du chiffre d'affaires.

Figure 4 : Répartition du chiffre d'affaires par activités sur les cinq dernières années

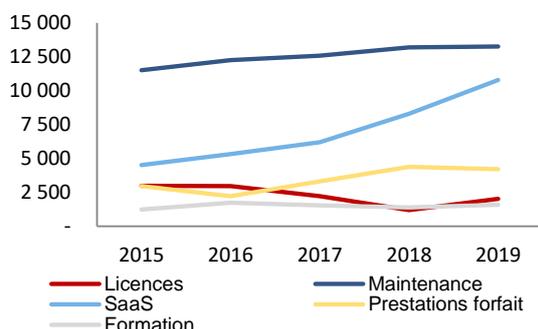
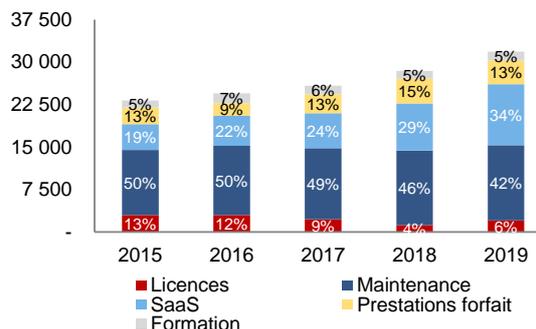


Figure 5 : Répartition du chiffre d'affaires par produits sur les cinq dernières années



Sources : Harvest, Associés en Finance

La forte récurrence des revenus et la nature des produits d'Harvest impliquent des mises à jour régulières des logiciels en fonction de l'évolution de la réglementation fiscale, juridique et sociale : ceci permet à la Société de maintenir un certain niveau d'activité même en cas de ralentissement économique comme c'est le cas actuellement avec la crise sanitaire liée au COVID-19.

II.D. Fondamentaux de l'environnement opérationnel

Il existe de nombreux acteurs qui proposent des logiciels dans la gestion de patrimoine, notamment les Fintech qui depuis quelques années tentent de prendre des parts de marché sur ce segment. Harvest reste leader et équipe aussi bien les grands noms de la banque, de l'assurance et de la gestion de patrimoine.

Harvest continue d'étoffer sa gamme de produits avec par exemple, dernièrement, le lancement de MoneyPitch. Les logiciels développés par la Société exigent un panel large de compétences pointues en finance, fiscalité, comptabilité et informatique et permettent ainsi de couvrir la majorité de la chaîne de valeur du conseil financier.

Il est aujourd'hui très difficile pour les grands comptes mais aussi pour les professionnels indépendants ou les petites structures de s'abstraire de l'utilisation d'un logiciel (solution d'audit patrimonial, suivi et de gestion des comptes, etc.), la réglementation fiscale, juridique et sociale étant en perpétuelle évolution. Ces évolutions nécessitent des mises à jour annuelles des logiciels et permettent au groupe

de faire croître la part de ses revenus à forte récurrence. En 2019, la part du chiffre d'affaires récurrent représentait les 3/4 du chiffre d'affaires total.

Harvest ne dispose pas à la date du présent rapport de suffisamment de données pour préjuger si la crise du COVID-19 aura un impact significatif sur ses activités.

Globalement, les entreprises du logiciel et particulièrement celles ayant adopté une approche SaaS seraient suffisamment résistantes pour faire face à la crise². Toutefois, les éditeurs de logiciels et services vont devoir se focaliser sur ce qui importe réellement aux clients. Les produits à faible valeur ou à faible utilisation risquent d'être confrontés à des taux de désabonnement très élevés dans les prochains mois.

Figure 6 : Analyse SWOT d'Harvest

Forces	Faiblesses
Expertise reconnue	Forte exposition au secteur bancaire et financier
Base de clients diversifiée : aucun client ne représente plus de 5% du chiffre d'affaires	Dépendance au marché français
Le chiffre d'affaires récurrent (maintenance et location / hébergement) représente environ 3/4 du chiffre d'affaires total d'Harvest	Taille relativement faible
Forte résilience du chiffre d'affaires en cas de contexte économique moins favorable	Les logiciels doivent toujours évoluer pour répondre aux attentes des entreprises
Les 3/4 du chiffre d'affaires proviennent de clients grands comptes : faible probabilité de résiliation de leurs contrats	La durée d'implantation d'un logiciel est longue
MoneyPitch et O2S ne sont pas encore matures : forts potentiels d'amélioration de la marge	
Trésorerie disponible importante permettant de développer de nouveaux projets	
Opportunités	Menaces
Mise en place possible de nouvelles normes dans les secteurs bancaires, de la gestion de patrimoine et de l'assurance	Modification de l'environnement technologique importante
Environnement de plus en plus dématérialisé entraînant la nécessité pour les CGP de faire appel aux compétences d'acteurs comme Harvest	Le marché de l'emploi informatique est actuellement tendu
Développement de logiciels et utilisation de la technologie déjà développée pour d'autres applications / secteurs	

Source : Associés en Finance

² Etude de la société de conseils GP Bullhound

II.E. Analyse financière d'Harvest

II.E.1. Compte de résultat

Tableau 1 : Compte de résultat d'Harvest depuis 2015

Compte de résultat (M€)	2015	2016	2017	2018	2019
Chiffre d'affaires consolidé	23,22	24,50	25,85	28,45	31,88
<i>Croissance</i>	<i>n.a.</i>	<i>5,5%</i>	<i>5,5%</i>	<i>10,1%</i>	<i>12,1%</i>
Autres produits d'exploitation	0,23	0,11	0,15	0,14	0,12
Variation de stock	0,01	(0,02)	(0,00)	0,00	(0,01)
Autres achats et charges externes	(3,38)	(3,61)	(4,21)	(5,56)	(6,38)
Impôts, taxes et versements assimilés	(0,66)	(0,76)	(0,79)	(1,00)	(0,93)
Charges de personnel	(13,66)	(15,30)	(16,20)	(17,36)	(20,12)
En % du CA	(58,8%)	(62,5%)	(62,7%)	(61,0%)	(63,1%)
Participation des salariés	(0,59)	(0,45)	(0,38)	(0,71)	(0,26)
Dotations aux dépréciations	(0,02)	(0,01)	(0,02)	(0,02)	(0,02)
Autres produits et charges op. courantes	(0,03)	(0,04)	(0,03)	(0,07)	(0,03)
EBITDA	5,12	4,40	4,35	3,88	4,25
Marge d'EBITDA (%)	22,1%	18,0%	16,8%	13,6%	13,3%
Dotations et reprises aux amort. & provisions	(0,44)	(0,47)	(0,47)	(0,47)	(0,60)
EBIT	4,68	3,93	3,88	3,42	3,65
Marge d'EBIT (%)	20,2%	16,1%	15,0%	12,0%	11,5%
Résultat financier	0,15	0,09	0,03	0,06	0,05
Résultat exceptionnel	0,01	(0,05)	(0,33)	1,50	(0,82)
Résultat avant impôts	4,84	3,98	3,58	4,98	2,88
Impôts totaux (dont CIR)	(1,22)	(0,51)	(0,34)	(0,92)	(0,01)
Résultat net après impôts	3,62	3,47	3,24	4,06	2,87
Marge nette (%)	15,6%	14,1%	12,5%	14,3%	9,0%
Minoritaires	-	-	-	-	-
Résultat net comptable part du groupe	3,62	3,47	3,24	4,06	2,87

Source : Harvest

Chiffre d'affaires

Le chiffre d'affaires d'Harvest se répartit selon les services suivants :

- Des licences de logiciels ;
- La réalisation de prestations de maintenance ;
- La location de logiciels en mode SaaS ;
- L'hébergement de données et de logiciels ;
- La réalisation de prestations spécifiques et de mise en œuvre ;
- Des formations présentielle et des formations en e-learning.

Le chiffre d'affaires d'Harvest est composé d'une part récurrente provenant des activités de maintenance et location / hébergement qui représente environ les 3/4 du chiffre d'affaires total : en effet, les clients doivent s'acquitter de redevances pour accéder au service. L'importance du chiffre

d'affaires récurrent permet à la Société d'être résiliente en cas de crise. Les licences de logiciels sont quant à elles des ventes unitaires de produits Harvest.

Le chiffre d'affaires d'Harvest est en forte croissance depuis 5 ans : entre 2015 et 2019, la croissance annuelle moyenne du chiffre d'affaires de la Société atteint 8,2 %. A fin 2019, le chiffre d'affaires d'Harvest atteint 31,9 M€.

Coûts d'exploitation

Les coûts sont principalement constitués de charges de personnel et sont donc majoritairement des coûts fixes. Une variation du chiffre d'affaires impacte par conséquent dans les proportions similaires l'EBIT.

Les charges de personnel comptent pour plus de 70 % des coûts de structure : elles atteignent 20,1 M€ en 2019, soit 73 % des charges d'exploitation. Les dépenses en R&D³ liées aux charges de personnel (ingénieurs, concepteurs et chefs de projet) ne sont pas capitalisées et sont intégralement comptabilisées en charges.

Afin d'accompagner la croissance et le développement du Groupe sur les dernières années, de nombreux recrutements ont été effectués. Les charges de personnel ont fortement augmenté : la croissance annuelle moyenne des charges de personnel (hors participations des salariés) atteint +10,2 % entre 2015 et 2019, soit un niveau supérieur à la croissance annuelle moyenne du chiffre d'affaires sur la même période.

Les autres charges ont aussi augmenté en 2018 et en 2019, notamment en raison de la cession du siège social en novembre 2018 et donc du paiement d'un loyer. La forte croissance des ventes en mode SaaS a aussi nécessité une hausse des dépenses d'infrastructure, de sécurité, de conformité, des capacités d'hébergement, etc.

La participation des salariés a été reclassée avant l'EBITDA : elle varie entre 0,26 M€ et 0,71 M€ entre 2015 et 2019, soit entre 0,8% et 2,6 % du chiffre d'affaires et entre 8,3 % et 14,8 % du résultat net avant participations des salariés.

EBITDA

En raison de la politique d'investissements qui a été menée par la Société, tant matériels que par de nombreux recrutements, la marge d'EBITDA a diminué en pourcentage du chiffre d'affaires sur les dernières années. Elle atteint 13,3 % en 2019, soit 4,25 M€.

Résultat financier et résultat exceptionnel

Le résultat financier est positif entre 2015 et 2019, en raison du placement d'une partie de la trésorerie placée sur des comptes à terme.

Le résultat exceptionnel en 2018 de +1,5 M€ provient de la plus-value sur la cession de l'immeuble du siège social. En 2019, le résultat exceptionnel de -0,8 M€ correspond à un changement de période de référence pour l'évaluation de la performance des salariés.

³ Recherche et développement

Impôts sur le résultat et CIR

Le Crédit Impôt Recherche (CIR) est directement imputé sur l'impôt. Sur l'exercice 2019, le montant des dépenses de R&D éligibles au CIR s'est élevé à 2,33 M€, représentant une économie d'impôt de 0,7 M€.

Impact du Coronavirus

La Société a indiqué que le développement des projets en cours se poursuit normalement, certains avec un peu de retard en raison d'une réaffectation des équipes des clients sur la gestion de la crise.

L'activité commerciale se poursuit également, avec un peu moins de fluidité qu'en temps normal.

Les prises de nouvelles commandes d'ici la fin de l'année seront moins élevées que prévu, mais vu les nombreuses incertitudes qui pèsent sur cette crise et sur les conditions de sortie du confinement et de reprise de l'activité de l'ensemble des acteurs, la Société considère qu'il est difficile d'en mesurer l'impact à ce stade.

II.E.2. Bilan

Tableau 2 : Bilan d'Harvest depuis 2015

Bilan (M€) - au 31/12	2015	2016	2017	2018	2019
Immobilisations incorporelles	5,65	5,73	5,86	5,84	5,72
Immobilisations corporelles	3,06	3,09	3,06	1,70	2,09
Immobilisations financières	0,24	0,70	4,13	4,21	4,25
Immobilisations	8,94	9,51	13,05	11,75	12,06
Stocks	0,04	0,02	0,01	0,02	0,01
Créances d'exploitation	3,97	5,97	5,45	7,49	8,19
Actif circulant	4,01	5,98	5,46	7,51	8,20
Trésorerie et équivalents de trésorerie	7,51	8,07	8,42	8,08	9,55
Actif total	20,45	23,56	26,93	27,33	29,81
Fonds propres PdG	13,36	14,71	15,88	17,60	18,93
Minoritaires	-	-	-	-	-
Fonds propres	13,36	14,71	15,88	17,60	18,93
Provisions	0,03	-	-	-	0,06
Dettes financières et assimilés	1,00	2,22	3,75	0,50	0,25
Dettes d'exploitation	6,07	6,62	7,30	9,23	10,58
Passif total	20,45	23,56	26,93	27,33	29,81
BFR	(2,06)	(0,64)	(1,84)	(1,72)	(2,38)
<i>En % du CA</i>	<i>(8,9%)</i>	<i>(2,6%)</i>	<i>(7,1%)</i>	<i>(6,0%)</i>	<i>(7,5%)</i>
Dettes financières nettes ⁽¹⁾	(6,51)	(5,84)	(4,67)	(7,57)	(9,30)
<i>Levier financier</i>	<i>(48,7%)</i>	<i>(39,7%)</i>	<i>(29,4%)</i>	<i>(43,0%)</i>	<i>(49,1%)</i>

Source : Harvest

⁽¹⁾ Dettes financières nettes hors provisions pour indemnités de départ en retraite

Composition du bilan

L'actif immobilisé de la Société est principalement constitué d'immobilisations incorporelles correspondant aux fonds commerciaux O2S et Apsara (44 % de l'actif immobilisé à fin 2019) et d'immobilisations financières correspondant aux actions propres détenues par la Société (35 % de l'actif immobilisé à fin 2019). Les autres éléments d'actifs incorporels correspondent essentiellement à deux autres fonds de commerce et à des achats de logiciels et de licences. L'actif corporel est, quant à lui, essentiellement composé de matériel informatique nécessaire au cycle d'exploitation de la Société.

D'une manière générale, les activités d'édition de logiciels et de conseil IT sont peu consommatrices en capitaux, ce qui explique la taille du bilan relativement réduite d'Harvest

Besoin en Fonds de Roulement et structure financière

Le Besoin en Fonds de Roulement (BFR)⁴ d'Harvest est structurellement négatif et atteint -2,4 M€ à fin 2019. Sur la période 2015-2019, le BFR varie entre -2,6 % et -8,9 % du chiffre d'affaires. Compte tenu de l'activité de la Société, qui ne nécessite pas de constituer des stocks, le BFR se compose des créances clients, des dettes fournisseurs et des autres dettes d'exploitation (dettes sociales et produits constatés d'avance).

Il convient de noter que le 31 décembre correspond généralement à un point bas de la trésorerie d'Harvest, en raison de la saisonnalité particulière de ses facturations (la maintenance, qui représente un peu plus de 40% du chiffre d'affaires en 2019, est presque intégralement facturée début janvier). Toutefois, ce niveau de trésorerie est proche du niveau normatif qui pourrait être retenu pour les besoins d'un exercice de valorisation

La Société est historiquement dans une situation de trésorerie nette, notamment en raison de son BFR négatif. Le Groupe est par ailleurs très peu endetté. La dette financière a augmenté en 2017, suite à un tirage ponctuel d'une ligne de crédit de 3 M€ afin de financer les rachats d'actions en propre sans mobiliser la trésorerie placée dans ses comptes à terme. Cette ligne de crédit a été remboursée en 2018. La dette financière atteint 254 K€ à fin 2019 : elle correspond au capital restant dû d'un prêt à taux zéro pour l'innovation de BPI France souscrit en 2014, sur une durée de 6 ans. A fin 2019, la trésorerie nette (hors prise en compte des provisions pour indemnités de départ en retraite) s'élève à 9,3 M€.

Au 31 décembre 2019, la Société a provisionné 55 K€ pour un litige.

Harvest comptabilise en hors bilan les engagements au titre des indemnités de départ en retraite : à fin 2019, ces indemnités s'élèvent à 2,1 M€.

⁴ Besoin en Fonds de Roulement : (Stocks + Créances d'exploitation – Dettes d'exploitation).

II.E.3. Tableau de flux de trésorerie
Tableau 3 : Tableau de flux de trésorerie d'Harvest depuis 2017

Tableau de flux (M€)	2017	2018	2019
Capacité d'autofinancement	3,78	2,80	3,55
Variation du BFR	1,20	(0,29)	0,86
Flux net de trésorerie généré par l'activité	4,98	2,51	4,41
<i>En % du CA</i>	<i>19,3%</i>	<i>8,8%</i>	<i>13,8%</i>
Investissements en immobilisations	(0,69)	(1,46)	(1,00)
<i>En % du CA</i>	<i>(2,7%)</i>	<i>(5,1%)</i>	<i>(3,1%)</i>
Cession d'immobilisations	0,44	5,01	0,06
Variation des autres postes (dettes et créances) relatifs aux immos	(0,02)	0,17	(0,20)
Flux net de trésor. lié aux investissements	(0,27)	3,73	(1,13)
<i>En % du CA</i>	<i>(1,0%)</i>	<i>13,1%</i>	<i>(3,6%)</i>
Dividendes versés (y.c. acompte sur dividende)	(2,07)	(2,33)	(1,55)
Acquisition d'actions propres	(3,82)	(1,00)	-
Encaissement net d'emprunts	1,52	(3,25)	(0,25)
Flux net de trésor. lié au financement	(4,37)	(6,58)	(1,80)
<i>En % du CA</i>	<i>(16,9%)</i>	<i>(23,1%)</i>	<i>(5,6%)</i>
Flux net de trésorerie	0,35	(0,34)	1,48

Source : Harvest

Investissements

Les investissements en immobilisations sont faibles et sont principalement liés à l'achat de logiciels et de matériels informatiques ainsi qu'à des investissements en immobilisations corporelles. Les dépenses en R&D correspondant aux charges de personnel associées ne sont pas capitalisées et sont intégralement passées en charges d'exploitation.

Entre 2017 et 2019, les dépenses d'investissement (hors cession d'actifs) varient entre 2,7 % et 5,7 % du chiffre d'affaires. Ce niveau est élevé pour le Groupe, en raison des forts investissements en matériels sur les dernières années afin de soutenir la croissance de la Société. Sur l'exercice 2018, Harvest a réalisé la cession de l'immeuble du siège social, ce qui explique l'augmentation du poste cession d'immobilisations.

Distribution de dividendes

La Société mène une politique régulière de distribution de dividendes, qui oscille entre 54 % et 68 % du résultat net part du groupe entre 2015 et 2018. Ce dividende se décompose en un acompte sur dividende payé en octobre de l'année en cours et un dividende final payé en mai ou juin de l'année suivante.

Compte tenu des résultats 2019 notamment impactés par l'augmentation des frais en R&D, le Conseil d'administration d'Harvest qui s'est tenu le 27 février 2020 a décidé de ne pas proposer le versement de dividendes au titre de l'année 2019.

L'Initiateur n'envisage pas de modifier la politique de distribution de dividendes, la politique de distribution variant déjà d'une année sur l'autre. Toutefois, il se réserve la possibilité de revoir la

politique de distribution de dividendes de la Société à l'issue de l'Offre. A l'issue de l'Offre, après transformation de la Société en société par actions simplifiée, la décision du versement d'un dividende appartiendra à son président qui devra tenir compte des capacités distributives, de la situation financière et des besoins de financement de la Société.

III. Examen des conditions de l'Offre

L'Offre fait suite à (i) l'acquisition des Blocs 2020 par l'Initiateur représentant 9,37 % du capital d'Harvest et à (ii) la faible liquidité de l'action Harvest. Cette Offre vise à procéder au retrait de la Société du marché Euronext Growth afin notamment de simplifier le fonctionnement opérationnel de la Société.

L'Initiateur souhaite poursuivre les orientations stratégiques mises en place par la Société et accompagner le développement de la Société qui opère dans un secteur marqué par des évolutions constantes et des changements rapides, par conséquent, l'Offre ne devrait pas avoir d'incidence sur les plans actuels de la Société.

Associés en Finance a pris connaissance de l'ensemble des accords conclus dans le cadre de la présente opération afin d'en examiner les éventuelles conséquences, notamment :

- Les statuts de la Société ;
- Les opérations sur les titres de la Société ;
- Si des contrats de cession de bloc avaient été conclus ;
- La convention de prestation de service pour assistance stratégique entre Harvest et Winnipeg Participations ;
- Le mécanisme de liquidité des actions gratuites, y compris les promesses conclues et les notifications d'exercice y afférentes ;
- Le pacte d'actionnaires conclu le 27 février 2019 (tel que modifié par avenant en date du 1er juillet 2019) ;
- Le projet de note d'information en date du 7 mai 2020 ;
- Le projet de note en réponse en date du 29 mai 2020.

III.A. Opérations sur les titres Harvest postérieurement à l'OPAS

En dehors de l'acquisition des Blocs 2020 portant sur 9,37 % détaillée ci-après, la Société a acquis le 4 juin 2019, au prix de 85 € par action, 150 actions Harvest. Cette transaction auprès d'une personne physique n'a fait l'objet d'aucun contrat d'acquisition, par conséquent aucun complément de prix n'a été prévu.

A notre connaissance, l'Initiateur n'a procédé à aucune autre acquisition de titres de la Société au cours des douze derniers mois.

III.B. Cession de blocs portant sur 9,37 % du capital

Le 3 avril 2020, Winnipeg Participations a acquis hors marché des blocs d'actions Harvest au prix d'Offre, soit 90 € par action. Ces acquisitions représentent au total 9,37 % du capital et 5,97 % des droits de vote de la Société. Elles ont été réalisées par l'intermédiaire d'un courtier et n'ont pas fait l'objet de contrat de cession. Aucun complément de prix n'a donc été prévu.

Le financement de l'acquisition de ces titres et des frais y afférents a été réalisé par un prêt d'actionnaires consenti par Five Arrows, par l'intermédiaire de Financière Winnipeg.

III.C. Pacte d'actionnaires et réinvestissement

Le Pacte d'Actionnaires

Un pacte d'actionnaires a été conclu entre Five Arrows, les Fondateurs et les Managers Cercle 1 de la Société le 27 février 2019, modifié par avenant en date du 1^{er} juillet 2019, d'une durée de 20 ans. Le pacte régit notamment les règles de gouvernance des sociétés du groupe et les conditions et modalités des transferts de titres Financière Winnipeg. En cas de retrait obligatoire d'Harvest, le pacte prévoit la transformation de la Société en société par actions simplifiée (sans conseil d'administration ou conseil de surveillance), dont les fonctions de président seraient exercées par l'Initiateur.

Le pacte précise le niveau de rémunération annuelle fixe des Co-Présidents actuels et prévoit des indemnités de départ pour ces derniers.

Le Réinvestissement

En vertu de la promesse unilatérale d'achat conclue le 17 décembre 2018 par Five Arrows et les Fondateurs et du contrat d'acquisition d'actions conclu le 27 février 2019, l'Initiateur s'était engagé à permettre aux Fondateurs et aux Managers Cercle 1 de réinvestir dans le groupe, dans des conditions et selon les modalités définies en annexe de ladite promesse d'achat qui sont restées inchangées.

En contrepartie de leurs apports, les Fondateurs et les Managers Cercle 1 ont reçu une part minoritaire du capital de Financière Winnipeg sous la forme :

- d'actions de préférence de catégorie 1 (ci-après « **ADP 1** »), de valeur nominale de 1 € augmentée d'une prime d'émission de 5 centimes, qui confèrent à leurs détenteurs les mêmes droits que des actions ordinaires jusqu'à la sortie de Five Arrows, mais qui bénéficient d'un mécanisme d'anti-dilution les immunisant du transfert de plus-value lié aux actions de préférence 2 ;
- d'actions de préférence de catégorie 2 (ci-après « **ADP 2** ») réservées aux Managers Cercle 1, d'une valeur nominale de 1 €, qui permettront le transfert d'une partie de la plus-value réalisée par Five Arrows au moment de sa sortie, sous conditions de performances. Les ADP 2 bénéficieront d'un droit de vote mais n'auront pas droit au dividende et leur valeur sera nulle si le premier palier de TRI ou de multiple investisseur n'est pas atteint au moment de la sortie ;
- des obligations convertibles en actions ordinaires Financière Winnipeg zéro coupon (ci-après les « **OC** ») d'une maturité de 10 ans, rémunérées à un taux annuel de 9 % capitalisé et dont la valeur nominale a été fixée à 1 €. Un remboursement anticipé pourra être déclenché, notamment en cas de changement de contrôle ou d'introduction en bourse, et elles pourront être converties à la demande des porteurs en cas de changement de contrôle, d'introduction en bourse ou de défaut de paiement à la date d'échéance.

Les prix d'émission des ADP 1 et 2 ainsi que le taux d'intérêts des OC ont fait l'objet d'une évaluation par le cabinet Accuracy qui s'est appuyé sur les méthodes usuelles d'évaluation de ce type d'instrument et dont les conclusions ont été reprises pour fixer la prime d'émission de 0,05 € des ADP 1 et la valeur nominale des ADP 2. Le taux d'intérêts retenu pour les obligations convertibles a également fait l'objet d'une étude de la part du cabinet Accuracy qui a conclu à son caractère raisonnable.

Cette promesse d'achat et ce pacte d'actionnaires pré-existent à l'Offre, les conditions et modalités sont restées inchangées et n'induisent donc pas un avantage spécifique pour l'Initiateur.

III.D. Accord entre les parties : convention de prestations de services

Il existe un contrat de prestations de services qui préexiste à la présente Offre et contribue à un fonctionnement optimisé de l'activité d'Harvest. Ce contrat encadre le rôle de Winnipeg Participations qui s'engage à fournir à Harvest une assistance permanente et des conseils en matière (i) de stratégie d'entreprise, (ii) de gestion comptable et financière, (iii) de recherche et développement, de production et de commercialisation et (iv) opérationnelle et ce aux fins de coordination et d'optimisation de la gestion du groupe. Les montants facturés au titre de 2019 s'élèvent à 820 K€. Ce montant résulte principalement du transfert de certaines fonctions avant exercées au niveau de la Société qui ont été remontées au niveau de Winnipeg Participations de sorte que l'impact financier pour la Société est marginal.

Ce contrat de prestations de services préexiste à l'Offre et ne constitue pas un avantage particulier au bénéfice de Winnipeg Participations, Initiateur de l'Offre.

Par ailleurs, il n'existe aucun accord connexe à l'Offre dont nous ayons eu connaissance susceptible d'induire un avantage spécifique pour l'Initiateur de l'Offre.

III.E. Plans d'attribution gratuites d'actions et mécanisme de liquidité

Il n'existe plus, à la date du présent rapport, d'actions gratuites soumises à une période d'acquisition ou de conservation. Sur les 16 400 actions gratuites attribuées le 2 mai 2018, seules 15 300 ont été acquises compte tenu des conditions de performance.

En avril 2019 dans le cadre de l'OPAS, un Contrat de Liquidité a été conclu par les bénéficiaires des actions gratuites avec l'Initiateur afin de bénéficier d'une liquidité en numéraire pour leurs actions gratuites. Ce contrat de Liquidité visait l'intégralité des actions gratuites attribuées, soit :

- 5 400 actions gratuites du plan en date du 2 mai 2018 attribuées à certains cadres et salariés de la Société. Ces actions gratuites ont été soumises à une période d'acquisition d'un an à l'issue de laquelle elles ont été définitivement acquises. Elles ont ensuite été soumises à une période de conservation d'un an, soit jusqu'au 2 mai 2020.
- 11 000 actions gratuites ont été attribuées à un dirigeant de la Société en vertu d'un plan en date du 2 mai 2018. Ces actions gratuites étaient soumises à une période d'acquisition (i) d'un an et deux ans soit respectivement jusqu'au 2 mai 2019, pour 7 700 actions gratuites et jusqu'au 2 mai 2020, pour 3 300 actions gratuites. A l'issue des périodes d'acquisition, 9 900 actions gratuites ont été définitivement acquises par leur bénéficiaire. Les 7 700 actions gratuites acquises le 2 mai 2019 étaient soumises à une période de conservation jusqu'au 2 mai 2020. Les 2 200 actions gratuites acquises le 2 mai 2020 n'étaient pas soumises à une période de conservation.

Les actions gratuites ne sont pas visées par l'Offre. En exécution du Contrat de Liquidité, l'Initiateur a acquis le 11 mai 2020 auprès de leurs bénéficiaires les 15 300 actions gratuites définitivement acquises, au prix de 88,10 euros par action s'agissant des actions acquises le 2 mai 2019 et de 89,25 euros par action s'agissant des actions acquises le 2 mai 2020. Aucun complément de prix n'a été prévu.

III.F. Conclusion

Notre analyse des accords connexes nous conduit à considérer qu'ils ne sont pas susceptibles de nuire aux intérêts des actionnaires d'Harvest dans le cadre de l'Offre.

IV. Evaluation d'Harvest

IV.A. Méthodes de valorisation écartées

IV.A.1. Méthode de l'actif net réévalué

La méthode de l'actif net réévalué permet de calculer une valeur théorique des capitaux propres en procédant à une revalorisation en valeur de marché des actifs et passifs. Cette méthode est particulièrement pertinente pour des sociétés holdings, mais n'est pas satisfaisante dans le cadre de la valorisation d'Harvest, dans la mesure où elle ne permet pas d'appréhender pleinement l'activité de la Société à l'inverse des méthodes de valorisation par actualisation des flux prévisionnels qui ont été retenues.

IV.A.2. Valorisation par les dividendes

Cette approche consiste à évaluer une entreprise sur la base de la valeur actualisée de ses dividendes futurs. Cette méthode n'a pas été retenue le conseil d'administration de la Société ayant décidé de ne pas proposer le versement de dividendes au titre de l'exercice 2019. Une méthode *DCF to Equity*, qui prend en compte la capacité de distribution sous contrainte de levier cible, a été mise en place et est décrite parmi les méthodes retenues pour la valorisation d'Harvest.

IV.A.3. Analyse des objectifs des analystes financiers

L'analyse des objectifs de cours des analystes financiers ne représente pas en tant que telle une méthode d'évaluation, mais synthétise des opinions. De plus, l'objectif de cours des analystes ne peut être considéré comme une valorisation instantanée de la Société mais comme une vue à moyen terme compte tenu d'un scénario donné. L'action Harvest ne fait plus l'objet d'un suivi par les bureaux d'analyse depuis le lancement de l'OPAS début 2019 et cette méthode n'a donc pas pu être mise en place.

IV.B. Méthodes de valorisation retenues

Les méthodes et analyses retenues par Associés en Finance à titre principal sont les suivantes :

- L'analyse de l'évolution du cours de l'action Harvest ;
- La référence à des transactions récentes intervenues sur le capital de la Société ;
- La méthode analogique d'évaluation par les comparables boursiers, fondée sur les multiples observés sur des sociétés cotées jugées comparables ;
- La valorisation intrinsèque par la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels selon une approche *DCF to Equity*, qui tient compte de sa capacité à rémunérer ses actionnaires et de l'illiquidité de l'action ;
- La valorisation intrinsèque par la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels selon une approche *DCF to Firm*.

Associés en Finance présente également, à titre indicatif, les méthodes et analyses suivantes :

- La méthode patrimoniale fondée sur l'évaluation de l'actif net comptable par action sur la base des derniers comptes consolidés publiés par Harvest ;

- La méthode analogique d'évaluation par les transactions comparables, fondée sur les multiples observés sur des opérations réalisées sur des sociétés jugées comparables.

IV.B.1. Nombre d'actions retenu pour l'évaluation et éléments de passage entre la valeur d'entreprise et la valeur des fonds propres

Détermination du nombre d'actions

Le nombre d'actions composant le capital d'Harvest à la date du présent rapport est de 1 419 144 actions dont 70 692 actions auto-détenues par la Société.

A notre connaissance, il n'existe aucun autre droit, titre de capital ni aucun autre instrument financier pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote d'Harvest.

Le nombre d'actions retenu par Associés en Finance dans le cadre de ses travaux d'évaluation se décompose comme suit :

Tableau 4 : Détermination du nombre d'actions

Nombre d'actions retenu - Harvest	
Nombre d'actions à fin mai 2020	1 419 144
dont autodétention	70 692
Nombre d'actions hors autodétention	1 348 452

Source : Associés en Finance

Le nombre d'actions retenu à la date du présent rapport est de 1 348 452 actions.

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

Plusieurs méthodes, telles que la méthode *DCF to Firm*, la méthode des comparables boursiers ou la méthode des transactions comparables, déterminent dans un premier temps une valeur d'entreprise dont est déduite la dette nette (ou à laquelle inversement est ajoutée la trésorerie nette positive) et d'autres ajustements nécessaires pour aboutir à la valeur des fonds propres.

Sur la base des derniers comptes publiés, à fin décembre 2019, et des informations communiquées par Harvest, Associés en Finance a pris en compte les éléments suivants pour le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres d'Harvest :

- La trésorerie ;
- La dette financière ;
- Les engagements pour retraites, après prise en compte de l'actif d'impôt lié à ces engagements ;
- Les provisions pour litiges.

Selon la méthode, les éléments de passage peuvent différer en fonction de la date à laquelle ils sont pris en compte et de leur intégration éventuelle à la valeur d'entreprise. Ils seront détaillés dans chaque section.

Le Tableau 5 récapitule les éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres d'Harvest pris en compte dans le cadre de la méthode *DCF to Firm*.

Tableau 5 : Eléments retenus dans les éléments de passage (en M€)

<i>Eléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres sur la base des comptes au 31 décembre 2019</i>	<i>en M€</i>
Trésorerie nette	9,3
Provisions pour retraites fiscalisées	(1,5)
Provision pour litige	(0,1)
Total des éléments de passage	7,7

Source : Associés en Finance

Les ajustements pris en compte pour le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres s'élèvent à 7,7 M€ dans la valorisation *DCF to Firm*.

IV.B.2. Méthode de l'actif net comptable (à titre indicatif)

L'évaluation par la valeur comptable des capitaux propres est une méthode patrimoniale fondée sur une logique de coûts historiques qui ne rend qu'imparfaitement compte du potentiel d'évolution future de la Société. Cependant, la mise en œuvre de cette méthode est recommandée dans le cadre d'offres dites de retrait, pour lesquelles elle constitue une référence de valorisation.

Le Tableau 6 présente le résultat de la valorisation par la méthode de l'Actif Net Comptable.

Tableau 6 : Résultat de la valorisation par la méthode de l'ANC à fin décembre 2019

Informations financières Harvest	
Capitaux propres part du groupe au 31 décembre 2019 (en K€)	18 925 K€
Nombre d'actions au 31 décembre 2019	1 419 144
<i>dont autodétention au 31 décembre 2019</i>	72 892
Actions gratuites acquises en mai 2020	2 200
Nombre d'actions de référence	1 348 452
Actif Net Comptable par action au 31 décembre 2019 (en €)	14,03 €

Source : Associés en Finance

A fin décembre 2019, l'actif net comptable par action ressortant des derniers comptes publiés et informations communiquées par Harvest s'établit à 14,03 €. Le prix d'Offre extériorise une prime de 541,3 % sur l'ANC au 31 décembre 2019.

IV.B.3. Analyse de l'évolution du cours de bourse de l'action Harvest

L'analyse de l'évolution du cours de l'action permet d'observer le prix auquel se sont échangées les actions de la Société au cours des dernières années et la liquidité du titre. Elle a été menée jusqu'au 3 avril 2020 à la clôture, dernier jour de cotation précédant l'annonce de l'Offre.

Analyse du cours de l'action Harvest avant l'annonce de l'OPAS

Sur la période du 31 décembre 2014 au 17 décembre 2018, date de publication du communiqué d'entrée en négociations exclusives des Fondateurs d'Harvest avec Five Arrows Principal Investments, la performance boursière de l'action Harvest s'établit à +157,0 %, dividendes inclus, tandis que l'indice CAC Small & Mid a connu une hausse de +24,5 %.

Le cours de l'action a progressé par franchissement de paliers successifs. Entre la fin d'année 2014 et le début du mois d'octobre 2016, les annonces successives de l'adoption par huit établissements financiers majeurs de la nouvelle plateforme O2S Business Link, puis du lancement de MoneyPitch, nouvelle solution digitale pour le conseil patrimonial, ainsi que les bons résultats sur l'exercice 2016 ont été bien perçus par le marché, entraînant une hausse significative du cours de l'action de +97,3 % entre le 31 décembre 2014 et le 3 octobre 2016. A titre de comparaison, l'indice CAC Small & Mid a progressé de +21,5 % sur la même période.

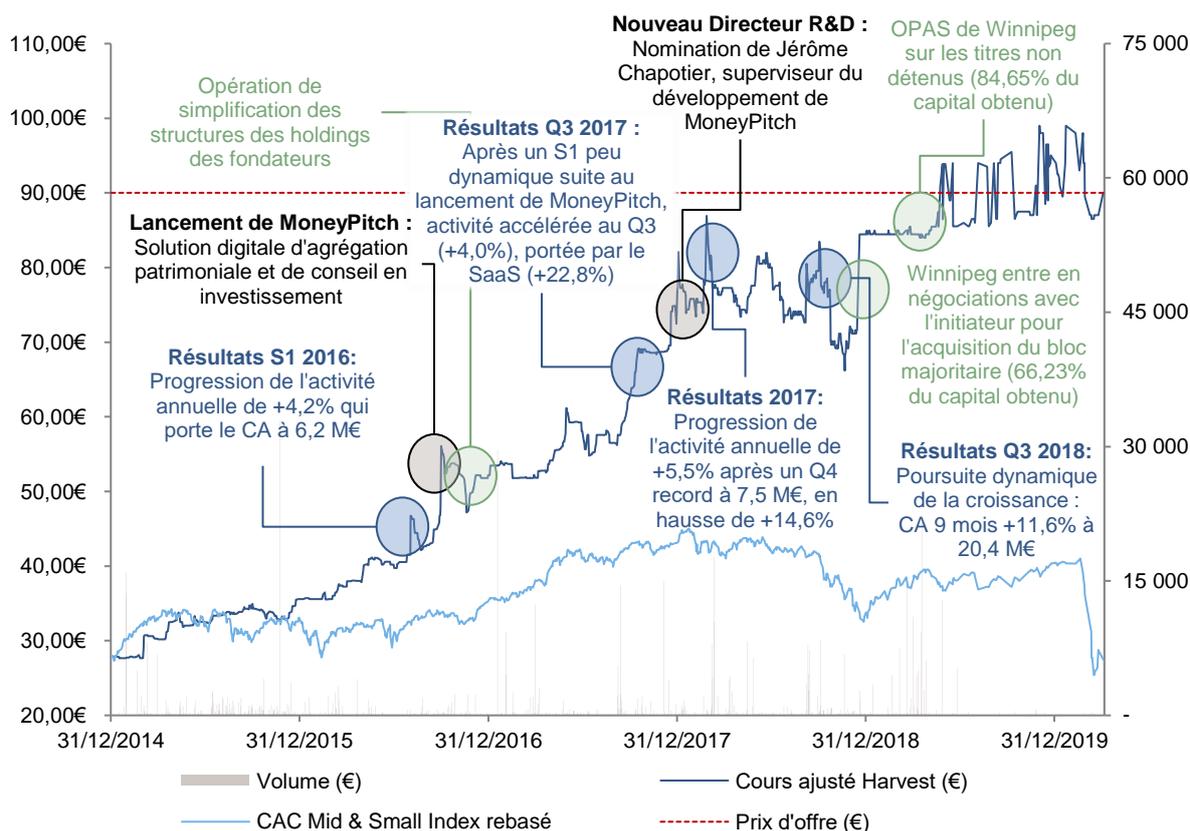
Entre le 3 octobre 2016 et début janvier 2017, le cours de l'action a légèrement baissé : sa performance, dividendes inclus, s'établit à -5,1 % entre le 3 octobre 2016 et le 2 janvier 2017, tandis que l'indice CAC Small & Mid a connu une hausse de +5,2 % sur la même période.

Le cours de l'action Harvest a connu un second palier de croissance en 2017, notamment lors du quatrième trimestre : malgré un rythme d'activité en léger repli, la Société a annoncé en septembre 2017 le déploiement généralisé de MoneyPitch auprès des professionnels de la gestion de patrimoine tout en maintenant ses prévisions de croissance. Ainsi, le cours de l'action a augmenté de +57,4 % entre le 2 janvier 2017 et le 2 janvier 2018. Sur la même période, l'indice CAC Small & Mid a enregistré une hausse de +21,4 %.

Sur l'année 2018, avant l'annonce de l'entrée en négociations exclusives entre les Fondateurs et Five Arrows Principal Investments, le cours de l'action Harvest a connu une baisse, notamment en raison de la baisse généralisée des marchés actions au quatrième trimestre 2018 : la performance boursière de l'action Harvest, dividendes inclus, s'établit à -12,8 % entre le 2 janvier 2018 et le 17 décembre 2018, tandis que l'indice CAC Small & Mid a connu une baisse de -19,7 % sur la même période.

Ainsi, au cours des 12 mois ayant précédé la date d'annonce du 17 décembre 2018, le cours auquel s'échangeait l'action Harvest (dividendes inclus) a fluctué entre 67,0 € et 90,0 € : le prix de l'OPR-RO a été atteint une seule fois, le 26 février 2018.

Le Graphique 1 présente l'évolution du cours de l'action Harvest et les volumes échangés entre le 31 décembre 2014 et le dernier jour de cotation précédant l'annonce de l'OPR-RO, le 3 avril 2020.

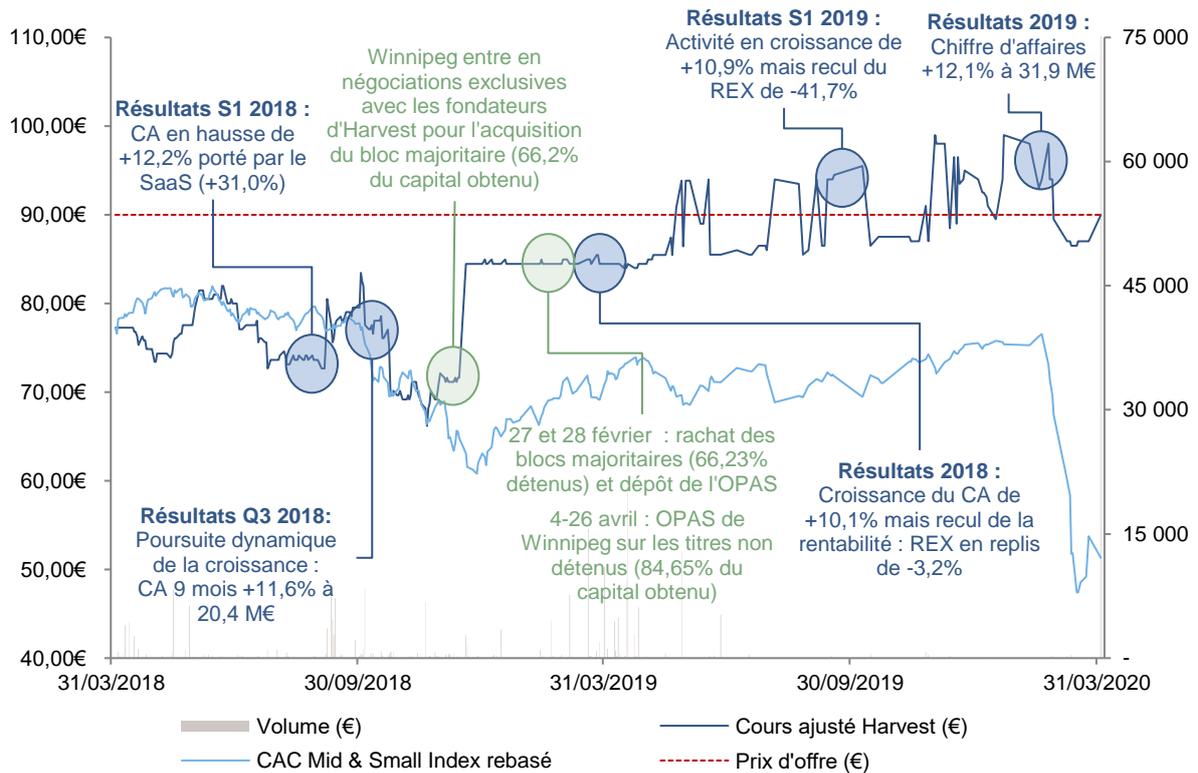
Graphique 3 : Evolution du cours de l'action Harvest depuis fin 2014


Sources : Capital IQ, Associés en Finance

Analyse du cours de l'action suite à la clôture de l'OPAS

Depuis le lendemain de la clôture de l'OPAS en date du 26 avril 2019, le cours de l'action Harvest a fluctué entre 84,5 € et 99,0 € et s'est échangé en moyenne à 89,2 €. Cependant, le cours apparaît comme décorrélé des fluctuations de marché en raison de la faible liquidité du titre faisant suite à l'OPAS, comme illustré dans le Graphique 5. Alors que l'indice du CAC Small & Mid a chuté de -30,5% et que les mutations du marché ciblant les éditeurs de solutions digitales pour le secteur bancaire s'accroissent, l'action Harvest enregistre une hausse de +6,6 % entre le 29 avril 2019 et le 3 avril 2020 (+3,0 % hors acquisition des blocs minoritaires le 3 avril 2020).

Le peu d'intérêt du marché pour l'action Harvest se traduit par une très faible liquidité du titre, majoritairement due à la faiblesse de son flottant (environ 16 % du capital depuis l'OPAS). Sur les 12 mois ayant précédé l'annonce du 3 avril 2020, les actions Harvest se sont échangées lors de 101 jours de cotation, ce qui correspond à près de 40% des jours où la bourse de Paris était ouverte. Par ailleurs, la Société n'est plus suivie par des bureaux d'analyse financière.

Graphique 4 : Evolution du cours de l'action Harvest depuis avril 2018


Sources : Capital IQ, Associés en Finance

Analyses des volumes échangés

Les volumes échangés sont particulièrement faibles depuis la clôture de l'OPAS le 26 avril 2019 : sur les 12 mois ayant précédé le 2 avril 2020, avant l'acquisition des blocs d'actions par Winnipeg Participations, le nombre moyen d'actions Harvest échangées par séance s'établit à 307,3 actions (0,14 % du flottant) et le nombre cumulé d'actions échangées s'élève à 78 657 actions sur la même période (36,5 % du flottant). Cependant ce montant est à mettre en perspective avec le déroulement de l'OPAS qui a eu lieu dans le courant des 12 derniers mois (du 4 au 26 avril 2019) et au cours de laquelle 3 438,4 actions ont été quotidiennement échangées en moyenne. Au total 51 576 actions ont été échangées durant l'OPAS (23,9 % du flottant), représentant 65,6% des volumes globaux échangés au cours des 12 derniers mois. L'analyse des volumes échangés depuis le 29 avril 2019 semble retranscrire davantage le niveau effectif de liquidité du titre Harvest, et fait ressortir un volume d'échange quotidien moyen de 108,3 actions (0,05 % du flottant) et un volume global de 25 989 actions (12,1 % du flottant).

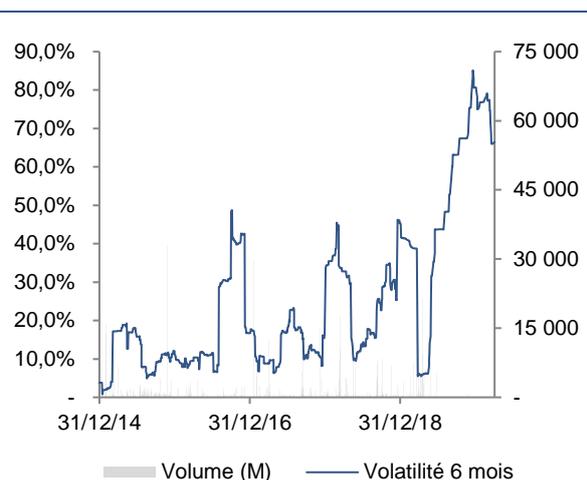
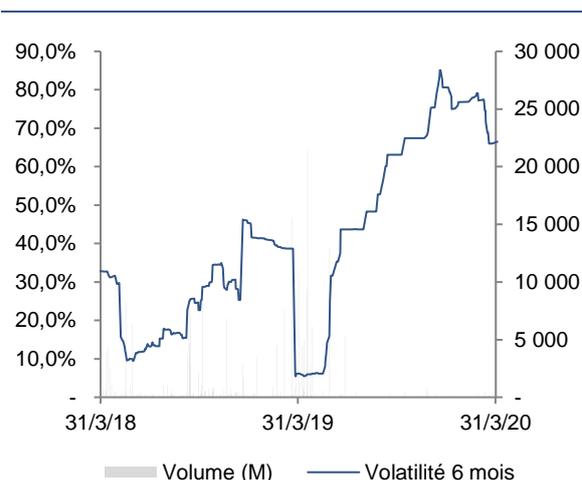
Tableau 7 : Volumes échangés sur l'action Harvest au 2 avril 2020

Date	VWAP	Nbre moyen d'actions échangées	/ nbre total d'actions (%)	/ flottant (%)	Nbre cumulé d'actions	/ nbre total d'actions (%)	/ flottant (%)
2-avr.-20	87,00	-	-	-	-	0,00%	-
Moy. 1M	86,80	43,4	0,00%	0,02%	998	0,07%	0,46%
Moy. 3M	89,89	28,3	0,00%	0,01%	1 841	0,14%	0,85%
Moy. 6M	89,62	34,9	0,00%	0,02%	4 461	0,33%	2,07%
Moy. 9M	89,45	28,8	0,00%	0,01%	5 581	0,41%	2,59%
Moy. 12M	87,41	307,3	0,02%	0,14%	78 657	5,84%	36,47%
Moy. 24M	82,64	460,8	0,03%	0,21%	236 414	17,56%	109,62%

Sources : Capital IQ, Associés en Finance

Volatilité du cours de l'action Harvest

La volatilité du cours d'une action est une mesure de l'incertitude sur sa rentabilité, calculée ici à partir de performances boursières. Les volatilités ci-dessous sont calculées sur la base des séries de rentabilités quotidiennes historiques du cours de clôture de l'action Harvest.

Graphique 5 : Volatilité 6 mois du cours de l'action Harvest sur la période 2015-2020

Graphique 6 : Volatilité 6 mois du cours de l'action Harvest sur les deux dernières années


Sources : Capital IQ, Associés en Finance

La volatilité de l'action Harvest était relativement faible sur la période 2015-2018, à un niveau moyen de 17 %, avec une volatilité qui a cependant connu de forte disparité évoluant entre 1 % et 49 %. La volatilité du titre a commencé à bondir à partir de la date d'annonce des négociations : elle est alors passée de 25,4 % le 14 décembre 2018 (dernier jour de cotation avant l'annonce) à 46,3 % à la fin de la séance suivante, le 19 décembre 2018. Depuis la clôture de l'OPAS, la volatilité évolue à un niveau moyen de 55 %, ayant atteint jusqu'à 85 % en décembre 2019. Bien qu'en cours de réorientation stratégique sur un marché en rapide mutation, Harvest doit cette volatilité principalement à sa faible liquidité.

Prime extériorisée par l'Offre

Le Tableau 8 présente les primes extériorisées par le Prix d'Offre à la date d'annonce de l'OPR-RO.

Tableau 8 : Cours moyen pondérés par les volumes au 3 avril 2020 et primes extériorisées par le prix d'Offre

Données boursières	Cours	Prime
Cours de clôture au 3 avril 2020	90,00	-
Cours moyens pondérés par les volumes sur 1 mois	89,98	0,03%
Cours moyens pondérés par les volumes sur 3 mois	89,99	0,01%
Cours moyens pondérés par les volumes sur 6 mois	89,99	0,01%
Cours moyens pondérés par les volumes sur 9 mois	89,98	0,02%
Cours moyens pondérés par les volumes sur 12 mois	89,05	1,06%
<i>Plus haut sur 12 mois</i>	<i>2-déc.-19</i>	<i>99,00 (9,09%)</i>
<i>Plus bas sur 12 mois</i>	<i>25-avr.-19</i>	<i>85,00 5,88%</i>

Sources : Capital IQ, Associés en Finance

Le prix de l'Offre de 90,0 € n'extériorise pas de prime par rapport au cours de clôture du 3 avril 2020, et il extériorise une prime de +3,4% par rapport au cours spot du 25 mars 2020, dernière séance de bourse où il y a eu des échanges sur le titre Harvest avant l'acquisition des blocs par l'Initiateur le 3 avril 2020. Le cours ayant très peu évolué depuis l'annonce, fin 2018, des discussions entre Five Arrows Principal Investments et les Fondateurs pour l'acquisition d'un bloc majoritaire, les primes extériorisées sur 1, 3, 6, 9 et 12 mois au 3 avril 2020 sont proches, entre +0,01 % et +1,06 %.

Dans ce contexte de très faible liquidité de l'action, l'Offre constitue une fenêtre de liquidité pour les actionnaires minoritaires et la valorisation de la Société doit être appréhendée au regard de sa valeur intrinsèque ou des niveaux moyens auxquels s'échangeaient l'action Harvest avant l'annonce des négociations exclusives en décembre 2018.

IV.B.4. Transactions récentes réalisées sur le capital d'Harvest

Un processus de transition actionnariale a été engagé par Harvest fin 2018 afin de s'adjoindre un actionnaire de contrôle permettant de conduire un développement à long terme et de financer sa croissance.

Acquisition du bloc 2019 et OPAS

Le 27 février 2019, la Société Winnipeg Participations a acquis directement ou indirectement une majorité de contrôle représentant 61,04 % du capital. Les actions acquises dans le cadre de l'acquisition du Bloc 2019 l'ont été au prix de 85 euros par action. S'en suit une OPAS sur les titres Harvest au même prix, à l'issue de laquelle Winnipeg Participations détenait 84,65 % du capital de la Société.

Acquisition des blocs 2020

Le 3 avril 2020, Winnipeg Participations a franchi les seuils de 90 % du capital et des droits de vote de la Société via l'acquisition hors marché de plusieurs blocs minoritaires qui représentent 9,37 % du capital et 5,97 % des droits de vote de la Société, au prix de 90 € par action. Ces acquisitions ont été

réalisées par l'intermédiaire d'un courtier et n'ont pas fait l'objet de contrat de cession, aucun complément de prix n'a été prévu.

En dehors de ces acquisitions de blocs, la Société a acquis sur le marché le 4 juin 2019 au prix de 85 € par action, 150 actions Harvest. Cette transaction auprès d'une personne physique n'a fait l'objet d'aucun contrat d'acquisition, par conséquent aucun complément de prix n'a été prévu. Aucune des actions détenues par l'Initiateur n'a été acquise à un prix supérieur à 90 €, les acquisitions ayant été réalisées à 85 € ou 90 €.

Ces acquisitions de blocs portant sur des parts significatives du capital de la Société constituent une référence à titre principal de l'analyse multicritères.

Il est rappelé qu'en exécution du Contrat de Liquidité (voir III.E ci-avant), l'Initiateur a acquis le 11 mai 2020 auprès de leurs bénéficiaires les 15 300 actions gratuites définitivement acquises, au prix de 88,10 euros par action s'agissant des actions acquises le 2 mai 2019 et de 89,25 euros par action s'agissant des actions acquises le 2 mai 2020. Aucun complément de prix n'a été prévu. Aucune des actions détenues par l'Investisseur n'a été acquise à un prix supérieur à 90 €.

IV.B.5. Valorisation par la méthode des comparables boursiers

La méthode des comparables boursiers consiste à déterminer la valeur d'une société par l'observation des multiples auxquels s'échangent les titres de sociétés cotées du même secteur et par l'application de ces multiples aux agrégats correspondants pour la société étudiée. La pertinence de cette méthode analogique est liée à la possibilité de disposer d'un échantillon de groupes similaires en termes de profil de risque, de secteur d'activité, de géographie, et de taille, mais aussi à la stabilité et à la régularité de la croissance sur l'horizon de mise en œuvre (en général prévisions à deux ou trois ans).

Compte tenu de la spécificité de l'activité d'Harvest, 3 sociétés françaises et 5 sociétés étrangères ont été retenues au sein de l'échantillon : IRESS, Bravura, Ebix, Sapiens International, Pharmagest Interactive, Linedata, Axway Software et First Derivatives (cf. présentation en Annexe 3)⁵. Le Tableau 9 présente les caractéristiques opérationnelles et boursières des sociétés identifiées.

⁵ Les sociétés *Investnet*, *Broadridge Financial Solutions*, *RealPage*, *Blackbaud*, *Lectra*, *Esker*, *ESI Group*, *Aterme* et *Dassault Systèmes* ont également été envisagées avant d'être écartées en raison de différences trop importantes concernant leur taille, leur présence géographique ou leur portefeuille d'activités, ou en raison de problèmes spécifiques liés à leur rentabilité à court terme.

Tableau 9 : Caractéristiques opérationnelles de l'échantillon au 15 mai 2020 (M€)

Société	Pays	CA 2019R	EBITDA 2019R	EBIT 2019R	TCAM 2019-2021		
					CA	EBITDA	EBIT
IRESS		310,2	70,0	59,7	5,9%	14,9%	11,1%
Bravura		160,6	31,4	26,1	9,7%	13,9%	14,7%
Ebix		536,5	141,9	128,6	7,3%	nd	14,0%
Sapiens International		300,9	47,4	35,0	12,0%	19,9%	33,9%
Pharmagest Interactive		158,6	48,7	41,0	6,9%	5,9%	8,3%
Linedata		169,7	37,3	30,7	(1,5%)	9,1%	(5,6%)
Axway Software		300,0	27,9	14,1	(1,3%)	nd	49,9%
First Derivatives		265,6	47,9	35,0	9,1%	(0,7%)	14,7%
Moyenne					6,0%	10,5%	17,6%
Médiane					7,1%	11,5%	14,3%

Société	Pays	Marge d'EBITDA			Marge d'EBIT		
		2019R	2020E	2021E	2019R	2020E	2021E
IRESS		22,6%	25,0%	26,5%	19,3%	19,0%	21,2%
Bravura		19,6%	20,0%	21,1%	16,2%	16,7%	17,8%
Ebix		26,5%	nd	nd	24,0%	25,8%	27,1%
Sapiens International		15,8%	17,6%	18,1%	11,6%	16,2%	16,6%
Pharmagest Interactive		30,7%	29,0%	30,2%	25,8%	25,4%	26,6%
Linedata		22,0%	26,9%	26,9%	18,1%	16,0%	16,6%
Axway Software		9,3%	10,9%	nd	4,7%	7,0%	10,8%
First Derivatives		18,1%	14,3%	14,9%	13,2%	14,2%	14,6%
Moyenne		20,6%	20,5%	23,0%	16,6%	17,5%	18,9%
Médiane		20,8%	20,0%	23,8%	17,2%	16,4%	17,2%

Sources : Capital IQ, Associés en Finance

Note : données financières calendarisées au 31 décembre (pour correspondre à la clôture de l'exercice d'Harvest) ; les multiples présentés tiennent compte des prévisions de dettes pour chaque exercice considéré.

Les multiples boursiers sont indiqués dans le Tableau 10 et sont calculés sur la base des cours moyens pondérés par les volumes sur un mois au 15 mai 2020.

Tableau 10 : Multiples extériorisés par l'échantillon au 15 mai 2020 (M€)

Société	Capi. boursière	Valeur d'entreprise	VE / CA			VE / EBITDA			VE / EBIT		
			2019R	2020E	2021E	2019R	2020E	2021E	2019R	2020E	2021E
IRESS	1 081,1	1 229,6	4,0x	3,7x	3,4x	17,6x	14,6x	12,8x	20,6x	19,2x	16,0x
Bravura	662,2	630,0	3,5x	3,3x	3,0x	18,0x	16,7x	14,4x	21,8x	20,0x	17,1x
Ebix	532,2	1 187,3	2,3x	2,3x	1,8x	8,5x	nd	nd	9,4x	8,9x	6,6x
Sapiens International	1 148,4	1 193,8	4,0x	3,4x	2,9x	25,3x	19,1x	16,3x	34,3x	20,8x	17,7x
Pharmagest Interactive	914,5	921,3	5,8x	5,2x	4,6x	18,9x	18,1x	15,4x	22,5x	20,7x	17,5x
Linedata	147,9	243,5	1,4x	1,3x	1,2x	6,5x	4,9x	4,5x	7,9x	8,2x	7,4x
Axway Software	319,0	374,9	1,2x	1,2x	1,1x	13,4x	10,9x	nd	26,7x	17,2x	10,5x
First Derivatives	760,7	850,8	3,0x	2,8x	2,5x	16,8x	19,6x	16,6x	23,0x	19,7x	17,0x
Moyenne			3,2x	2,9x	2,6x	15,6x	14,8x	13,3x	20,8x	16,8x	13,7x
Médiane			3,3x	3,1x	2,7x	17,2x	16,7x	14,9x	22,1x	19,4x	16,5x

Sources : Capital IQ, Associés en Finance

Note : données financières calendarisées au 31 décembre (pour correspondre à la clôture de l'exercice d'Harvest) ; les multiples présentés tiennent compte des prévisions de dettes pour chaque exercice considéré.

Pour capter au mieux la valeur d'Harvest par la méthode des multiples, Associés en Finance s'est fondé sur le multiple VE / EBIT, qui est le plus pertinent dans le secteur compte tenu des distorsions dans les politiques de capitalisation des frais de R&D.

De plus, il convient de préciser que l'impact de la nouvelle norme IFRS 16 est difficilement appréciable pour la méthode des comparables boursiers, dans la mesure où cette méthode repose sur des agrégats prospectifs des différentes sociétés de l'échantillon issues du consensus de marché. Les prévisions opérationnelles des *brokers* ne sont généralement pas suffisamment détaillées pour retracer les impacts de l'application de l'IFRS 16. Ainsi, pour pallier cette incomplétude d'information, une valorisation par le multiple d'EBIT, qui présente l'avantage de réduire en partie les distorsions dues à l'application de l'IFRS 16, est plus pertinente. En effet, l'EBIT intègre les dotations aux amortissements des droits d'usage locatifs, contrairement à l'EBITDA, mais reste tout de même majoré des frais financiers relatifs à la dette de location.

Le Tableau 11 présente les résultats obtenus pour la valorisation d'Harvest par la méthode des comparables boursiers.

Tableau 11 : Valorisation d'Harvest par les comparables boursiers au 15 mai 2020 (M€)

En M€	VE / EBIT	
	2020E	2021E
Agrégats d'Harvest	5,2	6,4
x Multiples moyens de l'échantillon	16,8x	13,7x
= Valeur d'entreprise	87,3	87,4
Trésorerie nette	13,7	16,1
Provisions pour retraites fiscalisées	(1,5)	(1,5)
Provisions pour litige	(0,1)	(0,1)
= Valeur des fonds propres (PdG)	99,5	102,0
/ Nombre d'actions	1,35	1,35
= Valeur par action (en €)	73,79 €	75,62 €
Valeur par action retenue au 15-mai-20 (en €)	74,71 €	
Prix d'offre (en €)	90,00 €	
Prime sur le prix d'Offre	20,5%	

Sources : Capital IQ, Associés en Finance

Seuls les multiples prospectifs d'EBIT moyens 2020 et 2021 extériorisés par les comparables boursiers ont été appliqués aux agrégats d'Harvest. A titre d'information, sur la base du multiple d'EBIT moyen 2019 réalisé, l'application de la méthode aboutit à 61,96 € par action.

La différence entre les éléments de passage entre les deux exercices d'application s'explique par l'évolution temporelle de la trésorerie nette.

Au 15 mai 2020, en appliquant les multiples d'EBIT moyens 2020 et 2021 de l'échantillon, soit 16,8x et 13,7x, aux prévisions d'EBIT ressortant du plan d'affaires établi par l'Initiateur, la valeur implicite de l'action Harvest s'établit à 74,71 €, soit une prime de +20,5 % extériorisée par le Prix d'Offre.

IV.B.6. Valorisation par la méthode des transactions de comparables (à titre indicatif)

La méthode des transactions comparables se fonde sur l'observation des multiples constatés lors des opérations de fusions-acquisitions récentes jugées comparables en termes d'activité et de contexte transactionnel, géographique et temporel, dont les conditions financières ont été rendues publiques. Cette méthode se heurte couramment à l'absence de données fiables sur ces multiples ou à la faiblesse du nombre de transactions récentes sur des sociétés réellement comparables.

De la même manière que pour la méthode des comparables boursiers, la recherche de transactions portant sur des actifs pleinement comparables à Harvest est complexe. Il s'y ajoute deux difficultés supplémentaires, que sont l'appréciation du contexte transactionnel, notamment appréciée en termes de part du capital acquise et de prise de contrôle, et la situation de marché au moment de la réalisation de la transaction.

Quelques opérations réalisées depuis 2015 ont cependant été identifiées⁶. Elles ont été sélectionnées sur la base des critères suivants :

- Cibles du secteur de l'édition de logiciels dans les services financiers. Deux de ces cibles sont fortement orientées finance de marché. Elles ont cependant été retenues, car elles ont été valorisées de manière similaire aux autres cibles ;
- Acquisitions d'une participation majoritaire ;
- Valeur d'entreprise inférieure à 3 Mds€, en cohérence avec le critère retenu pour les comparables boursiers ;
- Acquisitions réalisées en Europe ou en Amérique du Nord ;
- Transactions pour lesquelles l'EBITDA et / ou l'EBIT des 12 derniers mois étaient disponibles.

Les multiples extériorisés par les transactions identifiées sont présentés dans le Tableau 12 (cf. Annexe 4 pour leur présentation détaillée).

Tableau 12 : Multiples extériorisés par l'échantillon de transactions comparables (M€)

Date d'annonce	Cible		Acquéreur	Données fin. (M€)		Multiples (LTM)		
	Nom	Pays		Nom	% acquis	VE	CA	EBITDA
14-mars.-19	PIEtech		Envestnet	100%	444	11,4x	27,6x	28,9x
06-nov.-18	Investment Technology Group		Impala Borrower	100%	978	2,2x	17,1x	ns
18-oct.-18	Apak Group		Sopra Banking Software	100%	128	4,7x	18,0x	nd
06-sept.-18	IntraLinks		SS&C	100%	1 253	4,4x	10,8x	nd
20-avr.-18	Fidessa		ION Investment	100%	1 657	4,1x	21,9x	26,3x
03-juil.-17	Archway		SEI	100%	71	4,5x	22,3x	nd
27-mai.-16	Target Group		Tech Mahindra	100%	131	2,2x	16,4x	nd
02-mai.-16	Vertafore		Vista Equity Partners	100%	2 431	nd	15,0x	nd
04-mars.-15	Multifonds		Temenos	100%	235	4,6x	14,4x	nd
Moyenne						4,8x	18,2x	27,6x
Médiane						4,4x	17,1x	27,6x

Sources : Capital IQ, Associés en Finance

Comme expliqué pour la méthode des comparables boursiers, le multiple VE / EBIT est le plus pertinent afin de valoriser les sociétés du secteur dans lequel évolue Harvest compte tenu des distorsions dans les politiques de capitalisation des frais de R&D. Cependant, en raison du manque d'information concernant les niveaux d'EBIT des sociétés cibles des transactions comparables retenues, Associés en Finance a appliqué le multiple moyen VE / EBITDA. Par ailleurs, ces transactions ont toutes été

⁶ D'autres transactions ont été analysées mais ne figurent pas dans l'analyse à défaut d'informations financières fiables permettant de déterminer les multiples de transaction.

réalisées dans des contextes de marché très différents qui ne reflètent pas la situation actuelle. Les niveaux de valorisation sont globalement en baisse et le niveau de la prime de risque en hausse. Pour toutes ces raisons, les résultats de cette méthode sont présentés à titre indicatif.

Le Tableau 13 présente les résultats obtenus pour la valorisation d'Harvest par la méthode des transactions comparables (à titre indicatif).

Tableau 13 : Valorisation d'Harvest par les transactions comparables au 15 mai 2020 (M€)

En M€	VE / EBITDA
	LTM
Agrégats d'Harvest	4,3
x Multiples moyens de l'échantillon	18,2x
= Valeur d'entreprise	77,2
+ Trésorerie nette	9,3
- Provisions pour retraites fiscalisées	(1,5)
- Provisions pour litige	(0,1)
= Valeur des fonds propres (PdG)	85,0
/ Nombre d'actions	1,35
Valeur par action retenue au 15-mai-20 (en €)	63,02 €
Prix d'offre (en €)	90,00 €
Prime sur le prix d'Offre	42,8%

Sources : Capital IQ, Associés en Finance

Le multiple d'EBITDA moyen extériorisé par les transactions comparables a été appliqué à l'EBITDA des 12 derniers mois d'Harvest au 31 décembre 2019, conformément à la dernière publication de résultats de la Société. Les éléments de passage correspondent à ceux retenus pour la méthode *DCF to Firm*.

Au 15 mai 2020, en appliquant le multiple d'EBITDA moyen de l'échantillon de 18,2x à l'EBITDA réalisé 2019 d'Harvest, la valeur implicite de l'action Harvest s'établit à 63,02 €, soit une prime de +42,8 % extériorisée par le Prix d'Offre. Ce résultat est présenté à titre indicatif, pour les raisons discutées plus haut.

IV.B.7. Méthode d'actualisation des flux de trésorerie

Méthodes *DCF to Firm* et *DCF to Equity*

En tenant compte des éléments financiers constatés sur les dernières années et des éléments de contexte économique et concurrentiel, Harvest a été modélisé selon les méthodes utilisées de manière constante et indépendante par Associés en Finance pour la mise en œuvre du modèle Trival® (cf. Annexe 2). Le modèle Trival® est utilisé selon deux modes opératoires, à partir des mêmes prévisions élaborées par le bureau d'analystes financiers d'Associés en Finance : un modèle de valorisation *DCF to Equity*, qui prend en compte des prévisions de flux disponibles pour les actionnaires après intégration de contraintes d'endettement ou de trésorerie nette minimale et qui aboutit à la détermination de la valeur des fonds propres, et un modèle de valorisation *DCF to Firm* qui intègre les mêmes flux prévisionnels, avant prise en compte des éléments financiers et qui aboutit à la détermination d'une valeur d'entreprise, puis d'une valeur des fonds propres après déduction de la dette nette et autres éléments correctifs.

Ces deux modèles de valorisation, *DCF to Equity* et *DCF to Firm*, sont liés l'un à l'autre par l'utilisation des mêmes flux prévisionnels et des mêmes méthodologies d'estimation des risques opérationnels. Ils ne divergent l'un de l'autre que par l'exploitation des données qui en est faite. Les primes de marché qui résultent de ces calculs sont régulièrement diffusées par Associés en Finance auprès de ses clients, indépendamment et préalablement à la présente mission d'expertise.

Les deux méthodes ont été mises en œuvre sur la base des mêmes flux issus du plan d'affaires établi par l'Initiateur et du budget 2020 fournis par la Société. Elles diffèrent notamment par la manière d'agrèger ces flux et par les taux d'actualisation utilisés. La méthode *DCF to Firm* s'apparente à une vision d'actionnaire majoritaire, tandis que le modèle *DCF to Equity* permet pour sa part de prendre en compte les flux disponibles pour les actionnaires, après financement et sous contrainte de levier normatif d'endettement, et reflète ainsi la situation de l'actionnaire minoritaire.

Plan d'affaires 2020-2023 et budget 2020 communiqué par Harvest

Les travaux d'Associés en Finance reposent sur le plan d'affaires couvrant la période 2020-2023. Ce plan d'affaires a été construit par l'Initiateur lors du processus de vente lancé par les Fondateurs en 2018. Ce plan d'affaires n'a pas été mis à jour.

Ce document détaille l'évolution du chiffre d'affaires, des niveaux d'EBITDA et d'EBIT, ainsi que l'évolution du besoin en fond de roulement (ci-après « **BFR** »), des dépenses d'investissements (ci-après « **Capex** ») et des autres éléments exceptionnels.

Le plan d'affaires a été revu à la lumière du budget 2020 communiqué et commenté par la Société, ainsi qu'en tenant compte de l'impact de la crise du COVID-19.

Prorogation du plan d'affaires sur la période 2024-2025 et extrapolation 2026-2054

Le plan d'affaires a ensuite été prorogé par Associés en Finance de deux années puis extrapolé jusqu'en 2054 afin de revenir sur des niveaux normatifs de croissance du chiffre d'affaires et de rentabilité. Pour l'extrapolation des données sur le long terme, la méthode d'élaboration des prévisions retenue dans Trival®, telle que décrite en Annexe 2, a été utilisée. Les principales hypothèses utilisées dans la modélisation sont les suivantes :

- Les prévisions à long terme sur le chiffre d'affaires sont élaborées en liaison avec l'environnement économique et concurrentiel. La croissance de l'activité est progressivement réduite, conformément aux prévisions retenues pour les sociétés exposées à des facteurs de marché similaires dans Trival®. Cette croissance atteint +1,5% en 2054 pour l'ensemble des sociétés suivies ;
- La marge d'EBIT atteint un point haut en 2029, tenant compte des perspectives de développement de la Société y compris l'optimisation de ses coûts, puis est progressivement réduite jusqu'en 2054, afin d'appréhender un retour vers une rentabilité des capitaux investis cohérente avec le coût du capital;
- Le BFR est supposé stable relativement à l'activité et représente -8.3 % du chiffre d'affaires sur toute la période de prorogation, niveau proche des dernières années du plan d'affaires ;
- Les investissements ont été modélisés de manière cohérente avec la croissance générée par la Société. Le niveau des investissements sur la période du plan d'affaires est maintenu sur les deux années de prorogation puis décroît légèrement sur la période d'extrapolation. Le niveau des capex moyens sur la période est de 1,8 % du chiffre d'affaires. Il convient de

rappeler que les investissements sont relativement faibles car l'ensemble des frais de R&D liés aux charges de personnel sont comptabilisés en charges ;

- L'économie d'impôts liée aux charges de R&D éligibles au Crédit d'Impôt Recherche est modélisée de manière cohérente avec la croissance des frais de R&D ;
- Le taux d'imposition sur les sociétés retenu par Associés en Finance pour Harvest est de 25 % à partir de 2022 (Loi de Finance 2017), auquel s'ajoute la contribution sociale (3,3 % de l'IS) et la CVAE ;
- En cohérence avec les principes de modélisation utilisés dans Trival®, la valeur terminale est égale à la valeur résiduelle des fonds propres en 2054 (modèle d'actualisation des flux de trésorerie disponibles aux actionnaires, *DCF to Equity*) ou à la valeur résiduelle des capitaux permanents en 2054 (modèle d'actualisation des free cash-flows générés, *DCF to Firm*).
- Enfin, dans la modélisation *DCF to Equity*, un levier d'endettement normatif négatif est retenu à partir de 2024 : en fin d'année, la Société conserve une trésorerie permettant de couvrir l'excédent en fonds de roulement de fin d'année et distribue aux actionnaires le reste du cash disponible. Le résultat financier positif généré par la trésorerie dont dispose la Société est cohérent avec les taux d'intérêt actuellement en vigueur.

IV.B.8. Estimation du coût des ressources de financement

Le coût du capital (*DCF to Firm*) et le coût des fonds propres (*DCF to Equity*) d'Harvest ont été estimés conformément à la méthodologie utilisée par Associés en Finance dans son modèle Trival®. **Le coût moyen pondéré du capital d'Harvest est égal à son coût des fonds propres** en l'absence d'endettement normatif.

Coût des fonds propres utilisé pour l'actualisation des flux prévisionnels

Le coût des fonds propres qui résulte des calculs d'Associés en Finance pour son modèle Trival® *DCF to Equity* (cf. Annexe 2) prend en compte, pour chaque société, l'ensemble des risques subis par les actionnaires et la liquidité du titre en bourse. Le risque relatif d'Harvest résulte des éléments suivants :

- Sur la base de l'analyse forces/faiblesses présentée à travers la matrice SWOT (Figure 6), le risque de prévision retenu est de 4 sur une échelle croissante de risque de 1 à 9.
- Le risque financier est établi sur une échelle de risque croissant de 1 à 5. Cette note de risque financier est de 2 et reflète non seulement la structure financière actuelle de la Société qui dispose d'une forte position de trésorerie, mais aussi sa taille et sa capacité à générer des cash-flows opérationnels significatifs dans les prochaines années.
- Le risque sectoriel s'élève à 1,03 sur la base du bêta boursier sectoriel de l'indice *Eurostoxx Technology*.

Sur la base de ces éléments, le risque relatif du titre Harvest s'établit à 0,82 au 15 mai 2020. Le coefficient d'illiquidité s'établit à 2,61 sur la base de l'illiquidité équivalente à la société la moins liquide suivie dans l'échantillon Trival®. Calculé sur la base des primes moyennes constatées sur les trois derniers mois, le coût des fonds propres obtenu par Associés en Finance s'élève à 12,97 % pour Harvest.

Tableau 14 : Coût des fonds propres d'Harvest au 15 mai 2020

		Coût des fonds propres	
		Moyenne 3M	Paramètres spécifiques Harvest
Coût des fonds propres après impôts	<i>Coût des fonds propres - Marché</i>	9,77%	9,77%
	Impact du risque de Harvest	12,28% x (0,82 - 1)	(2,24%)
	Impact de l'illiquidité de Harvest	3,39% x (2,61 - 1)	5,45%
	Coût des fonds propres de Harvest		12,97%

Source : Associés en Finance

IV.B.9. Résultats de la valorisation

Les résultats des deux méthodes (*DCF to Firm* et *DCF to Equity*) sont synthétisés dans le Tableau 15. Les éléments de passage pris en compte dans la valorisation par la méthode *DCF to Firm* ont été précédemment détaillés dans le Tableau 5.

Tableau 15 : Résultat des valorisations d'Harvest par les méthodes *DCF to Firm* et *DCF to Equity* au 15 mai 2020

		<i>en M€</i>
DCF to Firm	Valorisation d'Harvest	
	Valeur d'entreprise	77,1
	Trésorerie nette au 31 décembre 2019	9,3
	Provisions pour retraites fiscalisées	(1,5)
	Provision pour litige	(0,1)
	Intérêts minoritaires	-
	Valeur des fonds propres PdG	84,8
	Nombre d'actions Harvest	1,35
	Valeur par action Harvest (en €)	62,91 €
	Prime sur le prix d'Offre	43,1%
DCF to Equity	Valorisation d'Harvest	
	Valeur des fonds propres	71,1
	Intérêts minoritaires	-
	Valeur des fonds propres PdG	71,1
	Nombre d'actions Harvest	1,35
	Valeur par action Harvest (en €)	52,76 €
	Prime sur le prix d'Offre	70,6%

Source : Associés en Finance

Au 15 mai 2020, la méthode *DCF to Firm* aboutit à une valorisation de 62,91 € par action Harvest et la méthode *DCF to Equity* aboutit à une valorisation de 52,76 € par action Harvest, soit une prime extériorisée par le prix d'Offre comprise entre +43,1 % et +70,6 %.

IV.B.10. Analyse de la sensibilité de la valorisation

Le Tableau 16 présente les résultats de la valorisation en faisant varier les taux d'actualisation en fonction de la moyenne retenue du coût des fonds propres.

Tableau 16 : Analyse de sensibilité de valorisation d'Harvest par les méthodes *DCF to Firm* et *DCF to Equity* au 15 mai 2020

		Sensibilité au coût des fonds propres de la Société			
		Moyenne 3 mois	Moyenne 1 mois	Spot au 15 mai 2020	Moyenne 6 mois
DCF to firm	<i>Coût des fonds propres</i>	12,97%	12,84%	12,80%	11,54%
	Valeur d'entreprise (M€)	77,1	77,9	78,2	87,3
	Valeur des fonds propres (M€)	84,8	85,7	86,0	95,0
	<i>Variation</i>		1,0%	1,4%	12,0%
	Valeur par action (€)	62,91	63,55	63,76	70,46
	<i>Prime d'Offre (en %)</i>	43,1%	41,6%	41,2%	27,7%
DCF to Equity	Valeur des fonds propres (M€)	71,1	72,0	72,3	81,3
	<i>Variation</i>		1,2%	1,6%	14,3%
	Valeur par action (€)	52,76	53,40	53,61	60,31
	<i>Prime d'Offre (en %)</i>	70,6%	68,5%	67,9%	49,2%

Source : Associés en Finance

V. Analyse des travaux des banques présentatrices

Les deux banques présentatrices de l'Offre, Lazard et Alantra, font reposer les éléments d'appréciation des conditions de l'Offre sur une évaluation multicritères de la Société tout comme Associés en Finance.

V.A. Les méthodes écartées et retenues

Les banques présentatrices ont écarté les mêmes méthodes qu'Associés en Finance, c'est-à-dire les méthodes par l'actif net réévalué, les objectifs de cours des analystes et l'actualisation des dividendes. Les banques présentatrices ont également écarté la méthode de l'actif net comptable, présentée à titre indicatif par Associés en Finance dans un contexte d'OPR-RO.

Les méthodes retenues à titre principal par les établissements présentateurs pour l'évaluation multicritères d'Harvest sont les suivantes : les références aux dernières acquisitions de blocs, l'analyse de l'évolution du cours de bourse, la méthode des multiples boursiers des sociétés comparables, la méthode des transactions comparables (présentée à titre indicatif par Associés en Finance) et l'actualisation des flux de trésorerie futurs disponibles. A la différence d'Associés en Finance, qui a mis en place la méthode d'actualisation des flux prévisionnels selon une double approche *DCF to Equity* et *DCF to Firm*, les banques présentatrices n'ont opté que pour la méthode *DCF to Firm*.

V.B. Les éléments de passage entre la valeur d'entreprise et la valeur des fonds propres

Les banques présentatrices établissent les différents éléments de passage entre la valeur d'entreprise et la valeur des fonds propres sur la base du dernier bilan consolidé publié dans le rapport annuel 2019, tout comme l'a fait Associés en Finance. Les banques présentatrices et Associés en Finance retiennent le même nombre de titres.

Associés en Finance et les établissements présentateurs intègrent le même niveau de dette financière brute et le même niveau de trésorerie.

Associés en Finance retient un niveau de provisions pour retraites fiscalisées et des provisions pour litiges (montant non significatif). Les banques présentatrices ne retiennent pas ces éléments.

Ainsi, le montant des éléments de passage extériorisé par les travaux des banques présentatrices et qui viennent en accroissement de la valeur d'entreprise s'établit à 9,3 M€ au 31 décembre 2019 contre 7,7 M€ pour Associés en Finance.

V.C. Les méthodes présentées à titre indicatif par Associés en Finance

V.C.1. Méthode de l'actif net comptable

Associés en Finance présente la méthode de l'actif net comptable à titre indicatif dans un contexte de retrait obligatoire. Les banques présentatrices ne retiennent pas cette méthode mais présentent le résultat, équivalent à celui obtenu par Associés en Finance.

V.C.2. Méthode des transactions comparables

Etant donné le contexte transactionnel, le timing des opérations et le manque d'informations financières sur les transactions identifiées, Associés en Finance présente les résultats d'une valorisation basée sur les transactions comparables à titre indicatif contrairement aux banques présentatrices qui retiennent cette méthode à titre principal.

Associés en Finance présente 9 opérations intervenues dans le secteur des éditeurs de logiciels contre 12 pour les banques présentatrices.

Les banques présentatrices se réfèrent à la moyenne et à la médiane des multiples VE / EBITDA appliqués à l'EBITDA 2019 réalisé, contrairement à Associés en Finance qui ne retient que le multiple moyen VE / EBITDA.

La valeur retenue par Associés en Finance est de 63,02 € par action Harvest contre une fourchette comprise entre 53,6 € et 58,3 € par action Harvest pour les banques présentatrices.

V.D. Méthodes retenues à titre principal par Associés en Finance

V.D.1. Référence au cours de bourse

L'approche d'analyse du cours de bourse présentée par les banques présentatrices est similaire à celle d'Associés en Finance, Associés en Finance et les banques présentatrices ont arrêté leurs calculs au dernier jour de cotation avant annonce de l'Offre⁷.

V.D.2. Référence à des transactions récentes réalisées sur le capital

Associés en Finance et les banques présentatrices considèrent l'acquisition des Blocs 2020 réalisée par l'Initiateur concomitamment à l'annonce de l'Offre comme une référence pertinente. Associés en Finance et les banques présentatrices retiennent également l'acquisition du bloc 2019 comme référence.

V.D.3. Méthode des comparables boursiers

Associés en Finance comme les banques présentatrices présentent les résultats d'une valorisation basée sur les comparables boursiers. Associés en Finance présente un échantillon de 8 sociétés contre 15 pour les banques présentatrices réparties en deux échantillons, les éditeurs de logiciels financiers d'une part et les éditeurs de logiciels français mid-cap d'autre part.

Les banques présentatrices s'appuient sur les multiples VE / EBITDA 2019 et 2020 appliqués à l'EBITDA 2019 publié et à l'EBITDA 2020 prospectif issu du plan d'affaires.

Associés en Finance s'appuie de son côté sur les multiples VE / EBIT 2020 et 2021 et les EBIT prospectifs 2020 et 2021 issus du budget 2020 et du plan d'affaires.

⁷ Il peut néanmoins subsister de légères différences selon la méthode de calcul des cours moyens pondérés utilisés. Par ailleurs, les périodes de référence utilisées par Associés en Finance et la banque présentatrice sont légèrement différentes (Associés en Finance présente les moyennes pondérées sur 1 mois, 3 mois, 6 mois, 9 mois et 1 an contrairement aux banques qui présentent les moyennes pondérées sur 20 jours, 60 jours, 120 jours, 180 jours, 250 jours et 1 an)

La valorisation obtenue par Associés en Finance par cette méthode est de 74,71 € par action Harvest. Sur cette base, le prix d'Offre extériorise une prime de 20,5 %. Les banques présentatrices extériorisent de leur côté une prime comprise entre 31,6 % et 61,3 %.

V.D.4. L'actualisation des flux prévisionnels

Méthodologie de valorisation DCF to Firm

Les banques présentatrices, comme Associés en Finance, ont construit leur modèle d'actualisation de flux prévisionnels sur la base des hypothèses du plan d'affaires fourni par la Société. Associés en Finance a ajusté le plan d'affaires du budget 2020 communiqué par la Société.

La valeur d'entreprise extériorisée par les établissements présentateurs se compose de la valeur actualisée des flux de trésorerie sur la période explicite du plan d'affaires (2020-2023), d'une extrapolation des flux jusqu'en 2028 et d'une valeur terminale qui correspond à l'actualisation de ces flux après 2028 (modèle de Gordon Shapiro), en utilisant un coût moyen pondéré du capital.

Les différences dans les hypothèses utilisées concernent les éléments suivants :

- Les banques présentatrices se basent sur un taux normatif de +1,5 % de croissance du chiffre d'affaires. Associés en Finance retient une croissance de l'activité soutenue sur les premières années d'extrapolation qui est progressivement réduite pour atteindre +1,5 % en 2054 ;
- La marge d'EBITDA est extrapolée jusqu'en 2028 pour les établissements présentateurs et jusqu'en 2054 par Associés en Finance conformément à la méthodologie de son modèle Trival®. La marge d'EBITDA est estimée en progression par les banques présentatrices et atteint 27,9 % en 2028. Le niveau normatif retenu par les banques se monte à 28,5 %. Dans la modélisation faite par Associés en Finance, cette marge n'est pas linéaire : elle se maintient à des niveaux soutenus sur les premières années d'extrapolation pour ensuite converger vers des niveaux plus faibles conformément à la méthodologie de son modèle Trival® ;
- Les banques présentatrices ont modélisé une variation de BFR en baisse sur la période d'extrapolation par rapport au niveau constaté dans le plan d'affaires de la Société en 2023. Associés en Finance a modélisé le niveau de BFR en pourcentage du chiffre d'affaires, puis en a déduit sa variation chaque année ;
- Les deux banques présentatrices ont retenu des niveaux d'investissements et d'amortissements égaux à 1,9 % du chiffre d'affaires sur la période d'extrapolation et comme niveaux normatifs. Associés en Finance a modélisé des dépenses d'investissements légèrement plus élevées en début de modélisation, cohérentes avec des hypothèses de croissance elles-aussi plus élevées. Elles diminuent ensuite progressivement, en proportion du chiffre d'affaires, pour atteindre un niveau inférieur à celles modélisées par les banques présentatrices ;
- Les travaux des banques présentatrices aboutissent à un coût moyen pondéré du capital de 11,4 %, qui correspond à un coût des fonds propres de 12,8 % et un coût de la dette avant impôts de 4,1 % sur la base d'une prime de marché de 8,15 % (moyenne Bloomberg au 03/04/2020) et Damodaran au 01/01/2020), d'un bêta de 0,96 correspondant au bêta désendetté du secteur (source Barra Beta Global), d'un taux sans risque de 0,64 % (moyenne 1 mois de l'OAT 30 ans source Bloomberg), et d'une prime de taille de 3,39 % (source Duff & Phelps), soit un coût moyen pondéré du capital de 11,4 %. Associés en Finance dispose de sa propre méthodologie d'estimation directe du coût du capital ressortant du modèle Trival® (cf. Annexe 2). Les travaux menés par Associés en Finance aboutissent à un coût du capital égal

au 15 mai 2020 de 12,97 % qui correspond au coût des fonds propres du fait de la situation de trésorerie nette (gearing normatif retenu de 0 %).

La valorisation obtenue par Associés en Finance par la méthode *DCF to Firm* s'élève à 62,91 € par action Harvest, un niveau inférieur à la valorisation obtenue par les banques présentatrices de 68,5 € par action Harvest.

Méthodologie de valorisation DCF to Equity

Les banques présentatrices n'ont pas effectué de valorisation par la méthode *DCF to Equity*, à l'inverse d'Associés en Finance qui considère cette méthode pertinente.

V.E. Synthèse
Tableau 17 : Comparaison des valorisations obtenues pour Harvest par les banques présentatrices et par Associés en Finance selon les différentes méthodes

Méthode	 Associés en Finance	LAZARD ALANTRA
Examen du cours de l'action	Prime offerte par l'Offre de 0,0% par rapport au cours de clôture au 3 avril 2020 Primes comprises entre 0,0% et 1,1% par rapport aux cours moyens pondérés sur 1, 3, 6, 9 et 12 mois au 3 avril 2020	Prime offerte par l'Offre de 0,0% par rapport au cours de clôture au 3 avril 2020 Primes comprises entre 0,0% et 0,9% par rapport aux cours moyens pondérés sur 20, 60, 120, 180 et 250 jours de bourse au 3 avril 2020
Actualisation des flux prévisionnels DCF to Firm	Valeur centrale de 62,91 € par action Harvest sur la base de l'évaluation par DCF to Firm. Sur cette base, le prix d'Offre extériorise une prime de 43,1%	Valeur centrale de 68,50 € par action Harvest sur la base de l'évaluation par DCF to Firm. Sur cette base, le prix d'Offre extériorise une prime de 31,4%
Actualisation des flux prévisionnels DCF to Equity	Valeur centrale de 52,76 € par action Harvest sur la base de l'évaluation par DCF to Equity. Sur cette base, le prix d'Offre extériorise une prime de 70,6%	
Méthode des comparables boursiers	Valeur par action retenue de 74,71 €, soit une prime de 20,5% extériorisée par le prix d'Offre. La valorisation est comprise entre 73,80 € et 75,62 € sur la base des multiples d'EBIT 2020E et 2021E	Valeur par action retenue comprise entre 55,80 € et 68,40 €. Sur la base des multiples d'EBITDA 2019R et 2020E, le prix d'Offre extériorise une prime comprise entre 31,6% et 61,3%
Analyse des transactions récentes sur le capital	Acquisition du bloc majoritaire le 28 février 2019 à 85,0 € Acquisition par la Société au prix de 85 € par action de 150 actions Harvest auprès d'une personne physique le 4 juin 2019	Acquisition du bloc majoritaire le 28 février 2019 à 85,0 € Acquisition hors marché de blocs d'actions Harvest au prix de 90 € par action le 3 avril 2020
Méthode des transactions comparables (à titre indicatif pour Associés en Finance, à titre principal pour les banques)	A titre indicatif : Valeur par action retenue de 63,02 € par la méthode des transactions comparables. Sur la base d'un multiple d'EBITDA moyen, le prix d'Offre extériorise une prime de 42,8%.	A titre principal : Valeur par action retenue comprise entre 53,6 € et 58,3 € par la méthode des transactions comparables. Sur la base de multiples d'EBITDA médian et moyen, le prix d'Offre extériorise une prime comprise entre 54,3% et 68,0%
Actif Net Comptable (à titre indicatif pour Associés en Finance, non retenu pour les banques)	A titre indicatif : L'Actif Net Comptable issu des derniers comptes consolidés publiés par Harvest s'établit à 14,03 € par action au 31 décembre 2019, le prix d'Offre extériorise une prime de 541,3%.	Non retenu : L'Actif Net Comptable issu des derniers comptes consolidés publiés par Harvest s'établit à 14,03 € par action au 31 décembre 2019, le prix d'Offre extériorise une prime de 541,3%.

Sources : Alantra, Lazard, Associés en Finance

VI. Conclusion

Le 3 avril 2020, Winnipeg Participations a acquis les Blocs 2020 qui représentaient 9,37 % du capital et 5,97 % des droits de vote de la Société, au prix de 90 € par action. Ces acquisitions ont été réalisées par l'intermédiaire d'un courtier et n'ont pas fait l'objet de contrat de cession, aucun complément de prix n'a été prévu.

A l'issue de ces acquisitions, à la date du présent rapport, Winnipeg Participations détient directement et indirectement 94,17 % du capital et 93,10 % des droits de vote d'Harvest, et a indiqué son intention de déposer une Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire sur le solde du capital au même prix de 90,0 € par action.

Le 14 avril 2020, le Conseil d'Administration d'Harvest a désigné Associés en Finance en qualité d'expert indépendant. En l'absence de comité ad hoc constitué majoritairement d'administrateurs indépendants, la désignation de l'expert a été soumise au droit d'opposition éventuel de l'AMF conformément aux dispositions de l'article 261-1-1 du Règlement général de l'AMF. Dans le cas présent, le recours à un expert indépendant est rendu nécessaire par le fait que l'Initiateur de l'Offre détient déjà le contrôle d'Harvest (article 261-1, I-1° du Règlement général) et par le fait qu'une procédure de retrait obligatoire sera mise en œuvre (article 261-1, II du Règlement général).

La mission d'Associés en Finance consiste à se prononcer sur le caractère équitable des termes et conditions de l'Offre initiée par Winnipeg Participations au prix unitaire de 90,0 € par action payable en numéraire.

Les résultats de la valorisation multicritères d'Harvest réalisée par Associés en Finance sont synthétisés dans le Tableau 18.

Le prix de 90,0 € par action proposé dans le cadre de l'Offre extériorise :

- Une prime de 0,0 % sur le cours de clôture d'Harvest au 3 avril 2020, dernier jour de cotation avant l'annonce de l'Offre le 6 avril 2020 ;
- Des primes comprises entre 0,0 % et 1,1 % par rapport aux cours moyens pondérés du titre calculé sur différentes périodes comprises entre 1 mois et 12 mois ;
- Des primes de +43,1 % à +70,6 % par rapport à la valorisation d'Harvest au 15 mai 2020 par les méthodes d'actualisation des flux de trésorerie, méthodes principales de valorisation retenues par Associés en Finance ;
- Correspond au prix fixé lors de la dernière transaction sur le capital (acquisition des Blocs 2020) ;
- Une prime de +5,9 % par rapport à l'acquisition du Bloc 2019, le 28 février 2019 ;
- Une prime de 20,5 % par rapport à la valorisation d'Harvest au 15 mai 2020 par la méthode des comparables boursiers ;
- A titre indicatif, Associés en Finance présente une prime de +42,8 % par rapport à la valorisation d'Harvest par la méthode des transactions de comparables ;
- A titre indicatif, une prime de +541,3 % par rapport à l'actif net comptable issu des derniers comptes consolidés.

Le prix de 90 € par action est supérieur ou égal aux prix ressortant des transactions réalisées par l'Initiateur sur le capital de la Société depuis l'acquisition d'un premier bloc en février 2019, qu'il s'agisse de l'acquisition du bloc initial, de l'OPAS qui s'en est suivie ou de l'acquisition des Blocs 2020. Il est

également supérieur aux résultats des autres méthodes de valorisation retenues par Associés en Finance que ce soit à titre principal ou à titre indicatif.

Enfin, l'Offre constitue une fenêtre de liquidité pour les actionnaires minoritaires, confrontés à la faible liquidité de l'action.

Tableau 18 : Comparaison des valorisations obtenues pour Harvest par les différentes méthodes de valorisation et primes extériorisées par le prix d'Offre au 15 mai 2020

		Valeur par action	Prime / Décote induite
A titre principal	Cours de bourse au 3 avril 2020	Cours de clôture au 3 avril 2020	90,00 € -
		Cours moyen pondéré par les volumes 1 mois	89,98 € 0,0%
		Cours moyen pondéré par les volumes 3 mois	89,99 € 0,0%
		Cours moyen pondéré par les volumes 6 mois	89,99 € 0,0%
		Cours moyen pondéré par les volumes 9 mois	89,98 € 0,0%
		Cours moyen pondéré par les volumes 12 mois	89,05 € 1,1%
	Méthode d'actualisation des flux	<i>DCF to Firm</i>	62,91 € 43,1%
	Méthode d'actualisation des flux	<i>DCF to Equity</i>	52,76 € 70,6%
	Méthode des comparables boursiers	Moyenne des multiples d'EBIT 2020E et 2021E	74,71 € 20,5%
	Analyse des transactions récentes sur le capital	Acquisition du bloc majoritaire le 28 février 2019	85,00 € 5,9%
Acquisition par la Société de 150 actions auprès d'une personne physique le 4 juin 2019		85,00 € 5,9%	
Acquisition hors marché de blocs d'actions Harvest, par l'intermédiaire d'un courtier, le 3 avril 2020		90,00 € -	
A titre indicatif	Actif Net Comptable	Actif Net Comptable au 31 décembre 2019	14,03 € 541,3%
	Méthode des transactions comparables	Multiple d'EBITDA moyen appliqué à l'EBITDA d'Harvest sur 12 mois au 31 décembre 2019	63,02 € 42,8%

Source : Associés en Finance

Les termes et conditions de l'Offre sont donc équitables pour les actionnaires minoritaires, y compris dans le cadre du retrait obligatoire.



Associés en Finance

VII. Annexes

VII.A. Annexe 1 : Présentation de l'expert et déroulement de la mission

Présentation de l'expert indépendant

Associés en Finance et Détroyat Associés ont annoncé leur rapprochement en décembre 2014.

La combinaison de ces deux sociétés a permis de créer le seul acteur indépendant de l'évaluation et du conseil à forte culture financière et dont la légitimité repose sur sa connaissance approfondie des marchés financiers, sa maîtrise de la modélisation financière et son exigence de rigueur. La nouvelle entité dispose d'un effectif d'environ 20 personnes, qui constitue l'une des toutes premières de la Place de Paris à la fois en nombre et en qualité.

Une des spécificités d'Associés en Finance réside dans le modèle de valorisation Trival® qui assure le suivi de 500 sociétés cotées et qui permet notamment d'estimer les primes de marché, primes de risque et primes d'illiquidité, et de calculer le coût des ressources de financement pour le marché dans son ensemble et pour les sociétés individuelles. Les primes de marché issues de Trival® constituent des primes de référence pour de nombreux évaluateurs externes et acteurs de l'expertise. Le modèle est également un puissant outil d'analyse qui permet d'évaluer des sociétés / actifs non cotés.

Associés en Finance suit de nombreux groupes dans le secteur des services informatiques, ce qui a permis à Associés en Finance de développer une connaissance de ce secteur unique parmi les cabinets d'expertise indépendants.

Préalablement à leur rapprochement et depuis ce rapprochement, Associés en Finance et Détroyat Associés ont effectué de multiples missions de conseil, d'expertise indépendante, et plus de 200 missions d'attestations d'équité. Associés en Finance ou Détroyat Associés sont intervenus récemment en qualité d'expert indépendant des opérations suivantes régies par le Règlement Général de l'AMF :

Tableau 19 : Missions d'Associés en Finance et Détoyat Associés

Date	Cible	Initiateur	Banques(s) présentatrice(s)	Type d'offre
déc.-19	Weborama	Startup Avenue	Portzamparc	OPAS puis RO
déc.-19	M2i	Prologue	Invest Securities	OPE
nov.-19	ITS Group	ITS Participations	Invest Securities	OPAS puis RO
nov.-19	Futuren	EDF Renouvelables	Crédit Agricole CIB	RO
juil.-19	April	CVC	Deutsche Bank / Natixis / Lazard Frères	OPAS
nov.-18	Malteries Franco-Belges	Malteries Soufflet	Portzamparc	OPAS puis RO
janv.-18	EPS	GDF International	Portzamparc	OPAS
nov.-17	Vexim	Stryker Corporation	BNP Paribas	OPAS
sept.-17	Le Tanneur	Tolomei Participations	Natixis	Augmentation de capital et OPAS
juin-17	Blue Solutions	Bolloré	BNP Paribas / Natixis	OPAS
juin-17	Fimalac	GML	BNP Paribas / Crédit Agricole / Société Générale	OPAS puis RO
juin-17	SIPH	Michelin	Oddo & Cie	OPR-RO
janv.-17	Salvepar	Tikehau Capital	BNP Paribas / Crédit Agricole	OPM puis RO
nov.-16	Faiveley	Wabtec	Société Générale / UBS	OPM
août-16	Orolia	Financière Orolia	Invest Securities	OPAS-puis RO
juin-16	SAFTI	La Santa Maria	Invest Securities	OPR-RO
nov.-15	Montupet	Linamar	Deutsche Bank / Natixis	OPA
oct.-15	Alcatel-Lucent	Nokia	Société Générale	OPE
sept.-15	Bac Majestic	Millimages	Atout Capital	OPR-RO
juil.-15	Serma	Financière Ampère Galilée	Invest Securities	OPAS
juin-15	Société d'Edition de Canal+	Vivendi	CM-CIC Sec. / Credit Agricole CIB	OPA
nov.-14	Nexeya	Nexeya Invest	Natixis	OPR-RO
oct.-14	Cameleon Software	Pros Holdings	Bryan Garnier & Co	OPAS
sept.-14	Club Méditerranée	Global Resort	Lazard Frères / Unicredit Bank AG	OPA
sept.-14	Orosdi	CEREP Investment France	Oddo Corporate Finance	OPR
sept.-14	AlphaMos	DMS	Rochefort & Associés	Augmentation de capital
juil.-14	Carrefour Property Développement	CRPF 13	Natixis	OPR

Source : Associés en Finance

Associés en Finance n'a adhéré à aucune des deux associations professionnelles agréées par l'AMF en application de l'article 263-1 de son Règlement Général, et met en œuvre en interne les procédures et diligences nécessaires pour le respect des exigences requises des experts indépendants conformément aux principes énoncés dans les instructions AMF n°2006-15, n°2006-08 et dans le Règlement Général de l'AMF aux articles 261-4 et 262-1.

Personnes associées à la réalisation de la mission

Les personnes d'Associés en Finance impliquées dans cette mission sont Philippe Leroy, Président d'Associés en Finance, Mathilde de Montigny, Managing Director, Marjory Coustaroux, Associate, et Mathieu Benoît, Analyste. Pierre Charmion, Managing Director, a été en charge du contrôle qualité des travaux engagés.

Déroulement de la mission d'Associés en Finance

Au cours de sa mission, Associés en Finance a eu des contacts téléphoniques réguliers avec les différentes personnes indiquées ci-dessous. Une réunion a également été organisée avec la Société afin de présenter les résultats de l'évaluation.

- Contacts téléphoniques avec les personnes suivantes :
 - Jean-Michel Dupiot, Coprésident d'Harvest ;
 - Brice Pineau, Coprésident d'Harvest ;
 - Geoffroy Sablé, Directeur Administratif et Financier, Harvest ;
 - Jean-Philippe Bescond, Associé gérant, Lazard ;
 - Mariem Msadek, M&A Associate, Lazard ;
 - David Kieffer, M&A Vice President, Alantra ;
 - Charles De Reals, Avocat, Gide Loyrette Nouel ;
 - Corentin Charlès, Avocat, Gide Loyrette Nouel.

Pour mener sa mission, Associés en Finance s'est appuyé sur ses propres méthodes et bases de données propriétaires (modèle Trival®), sur des bases de données externes (Bloomberg, Capital IQ), sur des entretiens menés avec les différentes parties prenantes citées ci-dessus et sur les diverses sources d'information disponibles.

Le programme de travail détaillé et les sources d'information utilisées sont également présentés ci-dessous :

- Analyse de documents
 - Derniers statuts d'Harvest;
 - Organigramme juridique d'Harvest ;
 - Répartition à jour du capital de la Société (en actions et en droits de vote) ;
 - Rapports de gestion d'Harvest sur les 5 derniers exercices ;
 - Communiqués de presse disponibles sur le site internet d'Harvest ;
 - Procès-verbaux des Conseils d'Administration d'Harvest et des Assemblées Générales ;
 - Rapports (généraux et spéciaux) des commissaires aux comptes sur les trois derniers exercices ;
 - Projet de note d'information et éléments d'appréciation du prix de l'Offre élaborés par la banque présentatrice et projet de note en réponse ;
 - Plan d'affaires commenté ;
 - Budget 2020 commenté ;
 - Convention de prestation de services ;

- Mécanisme de liquidité des actions gratuites y compris les promesses conclues et les notifications d'exercice y afférentes ;
 - Pacte d'actionnaires au niveau de Financière Winnipeg (tel que modifié par avenant en date du 1^{er} juillet 2019) ;
 - Promesse unilatérale d'achat conclue le 17 décembre 2018 ;
 - Contrat d'acquisition d'actions conclu le 27 février 2019.
- Utilisation des bases de données
 - utilisation des bases de données financières externes (Bloomberg, Capital IQ) ;
 - utilisation de la base de données Trival® d'Associés en Finance.
 - Analyse de la Société et de son environnement
 - analyse de l'environnement économique et concurrentiel du marché ;
 - analyse financière, comptes et stratégie d'Harvest ;
 - analyse des comparables boursiers de la Société.
 - Evaluation d'Harvest selon une approche multicritères
 - Entretiens avec les différentes personnes indiquées ci-dessus
 - Mise en œuvre du contrôle qualité
 - Examen des travaux de la banque présentatrice
 - Rédaction du rapport d'expertise
 - Présentation du rapport à la Société et aux administrateurs

Rémunération

Les honoraires forfaitaires (et donc non conditionnés par le résultat de l'Offre) sont de 50 000 € hors TVA.

VII.B. Annexe 2 : Présentation détaillée du modèle Trival®

L'univers Trival®

Le modèle permet de faire cohabiter dans un même échantillon de 500 sociétés : environ 350 sociétés de la zone Euro et environ 150 sociétés hors zone euro (principalement des grandes sociétés nord-américaines ou européennes hors zone euro) de taille très différente, avec des flottants s'étageant de 15 M€ pour le plus faible à 850 Mds€ pour le plus élevé.

Les paramètres de marché sont calculés à partir du sous-échantillon des valeurs de la zone Euro et mis à jour quotidiennement.

Le taux de rentabilité anticipé : l'actualisation des excédents de trésorerie disponibles pour les actionnaires

La rentabilité anticipée est basée sur le calcul des excédents de trésorerie disponibles pour les actionnaires, à partir de plans de développement élaborés par le bureau d'analyse financière d'Associés en Finance. Cette méthode, utilisée par l'ensemble des évaluateurs, permet d'englober dans la répartition des flux tant les dividendes que les rachats d'actions. Ces excédents de trésorerie sont déterminés par simulation des bilans compte tenu des besoins d'investissement et d'une structure financière normative. Celle-ci est liée à la volatilité de la valeur des actifs financés qui conditionne la plus ou moins grande confiance des prêteurs. Le coût de la dette est composé d'un taux pivot affecté d'un écart de taux conforme à la notation de l'entreprise et du spread constaté sur le marché pour celle-ci.

Le modèle de simulation comporte trois périodes. La première vise à passer de la structure actuelle d'endettement à la structure cible, compte tenu de la capacité de croissance interne et externe de l'activité démontrée par la société considérée. La seconde fait converger les variables de rentabilité du groupe considéré vers celles de la moyenne de son secteur d'activité. La troisième période fait converger l'ensemble des secteurs de manière à observer une disparition de la rente économique et d'achever la simulation en calant la valeur finale sur la valeur comptable des fonds propres résiduels.

Le modèle prend en compte plus d'une vingtaine de variables par société. Son objectif est avant tout de faire ressortir les écarts sous-jacents de croissance d'activité, de rentabilité et d'utilisation des capitaux permanents entre les sociétés qui sont directement concurrentes, clientes, etc.

Les flux disponibles pour l'investisseur sont calculés après paiement de l'impôt sur les sociétés, des frais financiers et des flux de la dette, remboursements ou nouveaux emprunts. Le taux de rentabilité anticipé ressortant de ce calcul est donc un taux de rentabilité attendu sur les fonds propres exprimés en valeur de marché après impôt sur les sociétés, mais avant imposition de l'actionnaire.

De l'actif économique à l'actif financier coté

Les simulations microéconomiques sur un portefeuille d'actifs industriels ne correspondent pas toujours à la réalité financière et juridique de l'actif financier coté. Un premier ajustement passe par la prise en compte des intérêts minoritaires, des participations qui ne sont pas consolidées par intégration globale, et des plus et moins-values latentes sur actifs financiers. Un second ajustement passe par la prise en compte au niveau de la « part du groupe » des différents titres (actions ordinaires, actions préférentielles) et l'adoption d'un nombre d'actions normalisé.

Le taux de rentabilité anticipé est le taux d'actualisation qui rend la somme de la valeur actuelle des flux prévus et des ajustements liés aux comptes consolidés évoqués dans le paragraphe précédent

égale à la capitalisation boursière. C'est donc un taux de rentabilité attendue sur les fonds propres exprimés en valeur de marché après impôts sur les sociétés mais avant imposition de l'actionnaire.

Le risque anticipé

Une des particularités des modèles développés par Associés en Finance est de se référer non pas à un coefficient bêta calculé ex-post à partir des cours de bourse mais à un risque anticipé. Les premiers présentent en effet l'inconvénient de coefficients de corrélation peu convaincants entraînant leur instabilité et leur faible significativité.

Le risque anticipé résulte de la combinaison d'un risque de prévision, d'un risque financier et d'un risque sectoriel.

Le risque de prévision correspond au degré de confort avec lequel l'analyste peut faire des projections pour l'avenir. Le risque de prévision est la perception externe de l'ensemble des facteurs de variabilité des bénéfices, qu'ils soient liés à des facteurs internes à l'entreprise (produits, stratégie, qualité de gestion, qualité de l'information) ou à son environnement (concurrence dans le secteur, degré de réglementation). Il intègre une note qualitative propre au bureau d'analyse financière d'Associés en Finance représentant la synthèse de douze critères d'appréciation des forces et faiblesses de la société concernée. Il est directement lié à la variabilité anticipée des mouvements du cours de bourse de l'action concernée vis à vis de changements d'environnement économique ou des « surprises » sur les résultats. Le risque de prévision s'étage sur une échelle de 1 à 9, pour une note médiane de 5.

Le risque financier s'apparente aux notations des agences de rating financier. Le risque financier, qui s'étage sur une échelle croissante entre 1 et 5 (3 étant la note médiane), mesure la solidité de la structure financière et la capacité de la société à faire face à ses engagements financiers dans le cadre de son scénario de développement. Il tient compte, sur la base des flux prévisionnels élaborés par Associés en Finance, de la structure financière de la société (dettes sur valeur d'entreprise), de la taille et la volatilité des actifs, de la couverture des charges financières par l'exploitation et du nombre d'années de cash flows que représente la dette.

Le risque sectoriel correspond au bêta boursier de l'indice sectoriel auquel appartient la société analysée.

La liquidité

Elle est évaluée dans le modèle par la liquidité structurelle, à savoir le flottant, comme c'est désormais le cas dans la pondération des grands indices boursiers, et par la liquidité conjoncturelle. Le coefficient affecté à la liquidité est normé à un.

La liquidité structurelle s'exprime par le rapport de l'inverse du logarithme du flottant d'un groupe coté à la moyenne des inverses des logarithmes du flottant de chacune des sociétés de l'échantillon.

La liquidité conjoncturelle est appréhendée par l'inverse du logarithme du montant de capitaux négociables pour une variation de 1,0% du cours.

Les sociétés sont rangées par ordre de liquidité décroissante –ou illiquidité croissante– afin d'obtenir une pente positive comme dans le cas de la prime de risque. Les valeurs très liquides ont un coefficient d'illiquidité inférieur à 1, les valeurs peu liquides ayant un coefficient d'illiquidité supérieur à 1.

L'ajout dans Trival® du facteur liquidité dans la valorisation des actifs financiers apporte une réelle contribution. On constate en effet en général une indépendance entre le risque et la liquidité, c'est à dire que par sous-échantillon de liquidité le risque est invariant, et que par sous-échantillon de risque, la liquidité est également invariante.

La régression entre les taux actuariels obtenus et les deux attributs de risque relatif et d'illiquidité relative, permet de déterminer, compte tenu du niveau de risque opérationnel et de la taille de l'entité, le taux de rentabilité normalement exigé pour cette entreprise. C'est le coût des fonds propres.

Les paramètres obtenus par cette régression sont la prime de risque, la prime d'illiquidité, et un résidu. La prise en compte de la liquidité permet de mieux expliquer les valorisations, puisque le coefficient de détermination (R^2) de la double régression est en général supérieur à 65%.

Trival® plan WACC : modèle de coût moyen du capital

A partir des données calculées précédemment pour chacune des sociétés suivies et pour l'ensemble du marché actions, il est possible de calculer le coût moyen pondéré du capital (Wacc).

L'approche traditionnelle en la matière consiste à calculer le coût moyen pondéré du capital en fonction des proportions respectives du capital et de la dette par rapport au total de capitaux employés en valeur de marché (valeur d'entreprise = capitalisation boursière ajustée + dettes). Les résultats de cette méthode sont assez sensibles à la pondération respective accordée au financement par dette et au financement par capitaux propres.

Pour cette raison, Associés en Finance a développé une méthode directe d'estimation du coût moyen du capital : à partir des flux prévus pour chaque société déterminés selon la méthode décrite ci-dessus, il est possible de calculer directement le Wacc.

En pratique, à partir des projections de flux dans Trival®, on régresse :

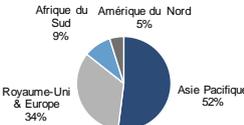
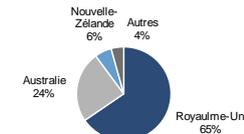
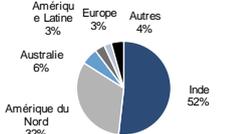
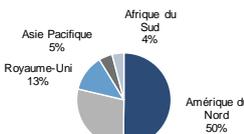
- Les taux actuariels obtenus en comparant les cash-flows (avant prise en compte des frais financiers et après impôt) à la valeur d'entreprise (capitalisation boursière ajustée et dettes) ;
- Les deux attributs que sont le risque opérationnel (à risque financier moyen) et la taille des actifs mis en œuvre. Le risque opérationnel est calculé selon la méthodologie exposée dans le paragraphe 1, à la différence près que la note de risque financier est bloquée à la note médiane 3 (le calcul est neutre dans un premier temps vis-à-vis de la structure financière : il s'agit de déterminer une valeur d'entreprise théorique avant prise en compte de la structure financière) et que les risques obtenus sont normés sur une moyenne de 1,0. La taille des actifs mis en œuvre est calculée à partir de la valeur d'entreprise (capitalisation boursière ajustée majorée des dettes).

L'ensemble des calculs du plan Wacc est effectué hors valeurs bancaires.

La régression entre les taux actuariels obtenus et les deux attributs de risque opérationnel et de taille des actifs, directement dérivés des éléments utilisés pour la détermination du coût des fonds propres permet de déterminer, compte tenu du niveau de risque opérationnel et de la taille de l'entité, le taux de rentabilité normalement exigé pour cette entreprise. C'est le coût moyen pondéré des capitaux (Wacc).

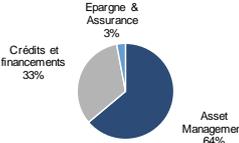
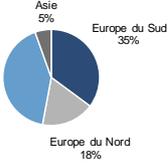
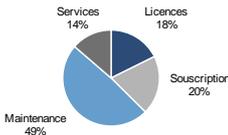
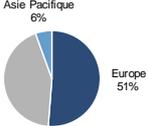
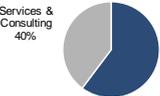
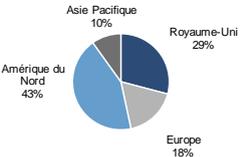
Les paramètres obtenus par cette régression sont la prime de risque opérationnel, la prime de taille et l'ordonnée du plan.

VII.C. Annexe 3 : Présentation des comparables boursiers
Tableau 20 : Sociétés de l'échantillon de comparables boursiers au 15 mai 2020 (1/2)

Société	Pays	Description de l'activité	Capi. boursière	2019R	CA 2019R par activité	CA 2019R par pays
		Editeur australien spécialisé dans les logiciels pour l'industrie des services financiers (brokers et clients institutionnels) et les solutions digitales pour les professionnels de la gestion de patrimoine.	1 081 M€	Chiffre d'affaires 310,2 M€	 Logiciels 100%	
		Editeur australien qui développe une gamme de progiciels et de plateformes en SaaS, dédiés à la gestion de portefeuille, à l'amélioration de la relation client et à la gestion des tâches administratives.	662 M€	Chiffre d'affaires 152,6 M€	 Gestion de portefeuille 69% Administration de fonds 31%	
		Ebix est une société américaine qui conçoit des infrastructures informatiques sur-mesure pour les activités de transfert de fonds des secteurs de l'assurance, de la finance et de la santé.	532 M€	Chiffre d'affaires 536,5 M€	 Logiciels et services associés...	
		Editeur international implanté en Israël, Sapiens International propose une gamme de logiciels et de plateformes numériques aux assureurs (gestion des avoirs et des contrats, compliance, CRM).	1 148 M€	Chiffre d'affaires 300,9 M€	 Logiciels 100%	
		Société française spécialisée dans les solutions informatiques pour les professionnels de la santé. Le groupe dispose aussi d'une branche fintech qui propose des solutions de financement de biens en location.	915 M€	Chiffre d'affaires 158,6 M€	 Solutions Pharmacie 76% Solutions e-Santé 10% Solutions ESMS 12% Fintech 1%	

Sources : Capital IQ, Associés en Finance

Tableau 21 : Sociétés de l'échantillon de comparables boursiers au 15 mai 2020 (2/2)

Société	Pays	Description de l'activité	Capi. boursière	2019R	CA 2019R par activité	CA 2019R par pays
		Société française spécialisée dans les progiciels et les services informatiques (hébergement, intégration et maintenance) pour les professionnels de la gestion de patrimoine et du crédit / financement.	148 M€	Chiffre d'affaires 169,7 M€		
		Editeur français spécialisé dans les progiciels et les services numériques (transfert de fichiers, intégration d'applications, gestion des API) pour différents secteurs : automobile, assurance, finance, etc.	319 M€	Chiffre d'affaires 300,0 M€		
		Société britannique qui conçoit des outils technologiques et analytiques à très haute performance pour le secteur de la finance de marché. FD fournit aussi des services de conseil et d'accompagnement.	761 M€	Chiffre d'affaires 243,4 M€		

Sources : Capital IQ, Associés en Finance

VII.D. Annexe 4 : Présentation des transactions comparables

PIEtech

Le 14 mars 2019, Envestnet a annoncé l'acquisition de PIEtech, entreprise américaine spécialisée dans l'édition de logiciels financiers d'aide à la planification des stratégies d'investissement. Cette acquisition a été réalisée pour une valeur d'entreprise de 444,0 M€. PIEtech a réalisé en 2018 un EBITDA de 16,1 M€.

Investment Technology Group

Le 6 novembre 2018, Impala Borrower a conclu l'achat d'Investment Technology Group, société américaine qui développe des outils informatiques pour accompagner les gestionnaires d'actifs dans leurs activités de trading. Cette acquisition a été réalisée pour une valeur d'entreprise de 978,2 M€. ITG a réalisé, sur les 12 derniers mois précédant la transaction, un EBITDA de 57,3 M€.

Apak Group

Le 23 octobre 2018, Sopra Banking Software a annoncé l'acquisition de Apak Group pour une valeur d'entreprise de 127,9 M€. Apak Group est une société britannique spécialisée dans la conception de logiciels bancaires de gestion des plans de financements. La société a réalisé en 2017 un EBITDA de 7,1 M€.

IntraLinks

Le 6 septembre 2018, SS&C Technologies a annoncé l'acquisition d'IntraLinks, société américaine spécialisée dans les solutions technologiques de collaboration et de gestion de contenus inter-entreprises. Cette acquisition a été réalisée à une valeur d'entreprise de 1,3 Mds€. IntraLinks a réalisé entre juin 2017 et juin 2018 un EBITDA de 115,8 M€.

Fidessa

Le 20 avril 2018, ION Investment Group a annoncé l'acquisition de Fidessa pour une valeur d'entreprise de 1,7 Mds€. Fidessa est une société britannique qui conçoit des logiciels et des outils technologiques de gestion des transactions et d'analyse des données pour les professionnels du secteur des services financiers. La société a réalisé en 2017 un EBITDA de 75,6 M€.

Archway

Le 3 juillet 2017, SEI Investments a annoncé l'acquisition de Archway pour une valeur d'entreprise de 70,6 M€. Archway est une société américaine qui conçoit des logiciels et des outils informatiques qui s'adressent aux professionnels de la gestion de patrimoine et aux clients financiers institutionnels. La société a réalisé en 2016 un EBITDA de 3,2 M€.

Target Group

Le 27 mai 2016, Tech Mahindra a annoncé l'acquisition de Target Group pour une valeur d'entreprise de 131,0 M€. Target Group est une société britannique spécialisée dans les solutions informatiques

d'externalisation des processus de gestion et s'adresse aux sociétés de l'industrie des services financiers. La société a réalisé en 2015 un EBITDA de 8,0 M€.

Vertafore

Le 2 mai 2016, Vista Equity Partner et Bain Capital ont annoncé l'acquisition de Vertafore pour une valeur d'entreprise de 2,4 Mds€. Vertafore est une entreprise américaine spécialisée dans l'édition de logiciels et autres outils connectés d'aide à la gestion pour les professionnels de l'assurance. La société a réalisé en 2015 un EBITDA de 162,1 M€.

Multifonds

Le 4 mars 2015, Temenos a annoncé l'acquisition de Multifonds, entreprise luxembourgeoise spécialisée dans l'édition de logiciels et de solutions informatiques d'aide à la gestion pour les fonds d'investissement et les gestionnaires d'actifs. Cette acquisition a été réalisée pour une valeur d'entreprise de 235,0 M€.