

NOTE ETABLIE PAR LA SOCIETE



EN REPONSE

A L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE

INITIEE PAR WINNIPEG PARTICIPATIONS



En application des dispositions de l'article L. 621-8 du Code monétaire et financier et de l'article 231-26 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (« AMF »), l'AMF a, en application de la décision de conformité de la présente offre publique d'achat simplifiée en date du 2 avril 2019, apposé le visa n° 19-131 sur la présente note en réponse. La présente note en réponse a été établie par Harvest et engage la responsabilité de ses signataires.

Le visa, conformément aux dispositions de l'article L. 621-8-1, I du Code monétaire et financier, a été attribué après que l'Autorité des marchés financiers a vérifié « *si le document est complet et compréhensible, et si les informations qu'il contient sont cohérentes* ». Il n'implique ni approbation de l'opportunité de l'opération, ni authentification des éléments comptables et financiers présentés.

AVIS IMPORTANT

En application des articles 231-19 et 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet BM&A, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans la présente note en réponse.

La présente note en réponse est disponible sur les sites Internet d'Harvest (<https://www.harvest.fr/finance/>) et de l'Autorité des marchés financiers (<http://www.amf-france.org>) et peut être obtenu sans frais auprès de:

Harvest
5, rue de la Baume
75008 Paris

Conformément à l'article 231-28 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers, le document Autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables d'Harvest sera mis à la disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique selon les mêmes modalités.

Le document qui sera mis à la disposition du public à ce titre incorporera par référence le rapport annuel de la Société en date du 27 avril 2018.

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

TABLE DES MATIERES

1.	PRESENTATION DE L'OFFRE.....	3
1.1	Contexte et motifs de l'Offre.....	5
1.1.1	Présentation de l'Initiateur.....	5
1.1.2	Présentation d'Harvest.....	5
1.1.3	Contexte de l'Offre.....	5
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 Existantes.....	7
1.2.3	Modalités de l'Offre.....	8
1.2.4	Procédure d'apport à l'Offre et remboursement des frais de négociation.....	9
2.	AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE.....	10
3.	AVIS MOTIVE DU COMITE SOCIAL ET ECONOMIQUE DE LA SOCIETE.....	11
4.	INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE.....	12
5.	INTENTIONS DE LA SOCIETE RELATIVES AUX ACTIONS AUTO-DETENUES.....	12
6.	ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR LE DEROULEMENT DE L'OFFRE.....	12
6.1	Réinvestissement.....	12
6.2	Pacte d'Actionnaires.....	13
7.	ELEMENTS CONCERNANT LA SOCIETE SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR LE DEROULEMENT DE L'OFFRE.....	13
7.1	Structure et répartition du capital.....	13
7.2	Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions.....	15
7.3	Clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce.....	15
7.4	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.....	15
7.5	Droits de contrôle spéciaux.....	16
7.6	Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel.....	16
7.7	Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote.....	16
7.8	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration ainsi qu'à la modification des statuts de la Société.....	16
7.8.1	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration.....	16
7.8.2	Règles applicables à la modification des statuts.....	17
7.9	Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres.....	17
7.10	Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société.....	17
7.11	Indemnités de départ au profit des dirigeants en cas d'offre publique.....	17
8.	RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT.....	18
9.	INFORMATIONS COMPLEMENTAIRES CONCERNANT LA SOCIETE.....	18
10.	PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE.....	18
	ANNEXE 1.....	19
	ANNEXE 2.....	20

1. PRESENTATION DE L'OFFRE

En application des dispositions du Titre III du Livre II, et plus particulièrement des articles 233-1 et suivants, du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (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 85 euros par Action (coupon attaché) (le « **Prix de l'Offre** »), dans les conditions décrites ci-après (l'« **Offre** ») ainsi que dans la note d'information de l'Initiateur sur laquelle l'AMF a apposé le visa n° 19-130 (la « **Note d'Information de l'Initiateur** »).

L'Offre fait suite à l'acquisition par l'Initiateur, le 27 février 2019 (la « **Date de Réalisation** »), directement et indirectement, par voie d'apport et de cession, de 858.310 Actions¹ représentant 61,04 % du capital et 70,46 % des droits de vote de la Société à la Date de Réalisation, au Prix de l'Offre (l'« **Acquisition du Bloc** », et avec l'Offre, l'« **Opération** »), auprès de :

- Messieurs Brice Pineau et Jean-Michel Dupiot (ou de leur holding patrimoniale respective), fondateurs d'Harvest (les « **Fondateurs** »),
- certains dirigeants (autres que les Fondateurs), cadres et salariés d'Harvest (les « **Managers Cercle 1** ») ; et
- des proches des Fondateurs (avec les Fondateurs et les Managers Cercle 1, les « **Vendeurs** »).

Les conditions et modalités de l'Acquisition du Bloc sont décrites à la section 1.1.3 de la présente note en réponse (la « **Note en Réponse** »).

Dans la mesure où l'Initiateur a, en conséquence de l'Acquisition du Bloc, franchi les seuils de 50 % des titres de capital et des droits de vote de la Société, l'Offre revêt un caractère obligatoire 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.

A la date de la présente Note en Réponse, l'Initiateur détient, directement et indirectement, 998.732 Actions² représentant 71,03 % du capital et 74,09 % des droits de vote de la Société³.

¹ Sans tenir compte des 72.892 Actions auto-détenues par la Société.

² En tenant compte des 72.892 Actions auto-détenues par la Société, lesquelles sont réputées détenues par l'Initiateur.

³ Sauf indication contraire, les pourcentages de participation en capital ou en droits de vote de la Société mentionnés dans la présente Note en Réponse sont calculés à la date de dépôt de la présente Note en Réponse sur la base du nombre total d'Actions et de droits de vote théoriques (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 de la Société à la date de dépôt de la présente Note en Réponse, soit, à la connaissance de la Société à la date de la présente Note en réponse, 1.406.044 Actions et 2.311.685 droits de vote théoriques compte tenu de l'existence de droit de vote double). En effet, l'article 29 des statuts de la Société prévoit qu'« *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* ».

L'Offre porte sur la totalité des Actions existantes de la Société non détenues, directement ou indirectement, par l'Initiateur, à l'exception des Actions auto-détenues par la Société⁴, soit, à la connaissance de la Société, à la date de dépôt de la présente Note en Réponse, un nombre total maximum de 407.312 Actions représentant 28,97 % du capital et 22,76 % des droits de vote de la Société.

Il est précisé que l'Offre ne porte pas sur les 16.400 actions attribuées gratuitement par la Société le 2 mai 2018 à certains dirigeants et salariés (les « **Actions Gratuites Existantes** »), dans la mesure où la période d'acquisition et la période de conservation des Actions Gratuites Existantes n'auront pas expiré avant la clôture de l'Offre, sous réserve des cas d'acquisition et de cessibilité anticipées prévus par la loi. La situation des bénéficiaires des Actions Gratuites Existantes est décrite à la section 1.2.2 de la présente Note en Réponse.

A la date de dépôt de la présente Note en Réponse, et à l'exception des Actions Gratuites Existantes, il n'existe, à la connaissance de la Société, aucun instrument financier ou droit pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société autres que les Actions.

L'Offre, laquelle sera, le cas échéant, suivie d'une procédure de retrait obligatoire, en application des dispositions de l'article L. 433-4, III du Code monétaire et financier et des articles 237-14 et suivants du règlement général de l'AMF, sera réalisée selon la procédure simplifiée conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF, et notamment de son article 233-1, 1°. La durée de l'Offre sera de quinze (15) jours de négociation. Le calendrier indicatif de l'Offre est présenté à la section 2.6 de la Note d'Information de 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 de l'Initiateur auprès de l'AMF le 28 février 2019. 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 (l'« **Etablissement Présentateur Garant** »).

Les termes et modalités de l'Offre sont décrits de manière plus détaillée dans la Note d'Information de l'Initiateur qui a été mis en ligne sur les sites internet de la Société (<https://www.harvest.fr/finance/>) 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).

Le 4 mars 2019, la Société et l'Initiateur ont annoncé que l'Initiateur remboursera les frais de négociation (frais de courtage et TVA y afférente) supportés par les actionnaires qui apporteront leurs Actions à l'Offre dans le cadre de la procédure semi-centralisée par Euronext Paris (et non les frais supportés par les actionnaires qui céderont leurs Actions sur le marché ou hors marché), et ce jusqu'à 0,30 % du prix d'achat (TTC) sans que le montant du remboursement ne puisse être inférieur à 10 euros (TTC) ni excéder 250 euros (TTC) par dossier⁵.

⁴ L'Offre ne vise pas les 72.892 Actions auto-détenues par la Société, représentant 5,18 % du capital de la Société, lesquelles, conformément à la décision du conseil d'administration de la Société en date du 27 février 2019, ne seront pas apportées à l'Offre par la Société.

⁵ Voir la section **Erreur ! Source du renvoi introuvable.** de la Note d'Information de l'Initiateur.

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 les besoins de l'Opération.

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 Winnipeg⁶ est détenue par la société Five Arrows Holding VII S.à.r.l. (« **Five Arrows** »)⁷, laquelle est elle-même détenue indirectement par des fonds dont la société Five Arrows Managers SAS (« **Five Arrows Managers** »)⁸ assure la gestion directe et déléguée :

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 270 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

(a) Acquisition du Bloc

Un processus de cession concurrentiel, encadré par une banque d'affaires, a été mis en place de septembre à décembre 2018, auquel ont participé des acteurs du *private equity* et de l'industrie. Parmi les candidats ayant mené des travaux de diligences avancées, Five Arrows Managers est celui qui a soumis l'offre ferme la plus élevée, au Prix de l'Offre.

A l'issue de ce processus de cession concurrentiel, qui a conduit à la fixation du Prix de l'Offre, lequel intègre une prime de contrôle dont bénéficient l'ensemble des actionnaires de la Société, Five Arrows Managers et les Fondateurs ont conclu une promesse unilatérale d'achat (la « **Promesse d'Achat** ») en vertu de laquelle Five Arrows Managers s'est engagée envers les Fondateurs, pour le compte de fonds dont elle assure la gestion, à acquérir au Prix de l'Offre, par voie d'apport et de cession :

- l'intégralité des actions composant le capital d'Harvest Group⁹, laquelle détient elle-même 807.026 Actions représentant 57,40 % du capital de la Société, auprès des Fondateurs ;
- 13.370 Actions représentant 0,95 % du capital de la Société auprès des Fondateurs ;
- 24.708 Actions représentant 1,76 % du capital de la Société auprès des Managers Cercle 1 ; et

⁶ Les Fondateurs et les Managers Cercle 1 détenant une quote part minoritaire du capital de Financière Winnipeg.

⁷ 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.

⁸ 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.

⁹ Société par actions simplifiée de droit français, dont le siège social est sis 5, rue de la Baume, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 817 575 921. Les Fondateurs détiennent chacun, par l'intermédiaire de leur holding patrimoniale respective, 50 % du capital et des droits de vote d'Harvest Group.

- 13.206 Actions représentant 0,94 % du capital de la Société auprès de proches des Fondateurs (avec les actions Harvest Group et les Actions mentionnées ci-dessus, le « **Bloc** »).

La conclusion de la Promesse d'Achat et l'Opération ont été annoncées par voie de communiqué de presse publié le 17 décembre 2018.

La Société a alors mis en œuvre la procédure d'information-consultation de son comité social et économique (le « **CSE** »). Lors de sa réunion du 15 janvier 2019, le CSE a nommé le cabinet Syndex aux fins de l'assister dans le cadre de la procédure d'information-consultation. Le CSE a émis son avis sur l'Opération le 11 février 2019¹⁰.

Par ailleurs, lors de sa réunion du 14 janvier 2019, le conseil d'administration de la Société (le « **Conseil d'Administration** ») a accueilli favorablement le principe de l'Opération et a nommé le cabinet BM&A, représenté par Monsieur Pierre Béal, sis 11, rue de Laborde, 75008 Paris, en qualité d'expert indépendant chargé d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre et, le cas échéant, du retrait obligatoire. Il est précisé que ces décisions ont été adoptées à l'unanimité des trois administrateurs indépendants de la Société, à savoir Messieurs François Carayol, Jean-Jacques Guiony et Hervé Philippe, les Fondateurs, également administrateurs, s'étant abstenus de prendre part au vote.

Lors de la même réunion, le Conseil d'Administration a également décidé d'instituer un comité *ad hoc* composé des trois administrateurs indépendants de la Société et chargé de suivre les travaux de l'expert indépendant et d'émettre une recommandation relative à l'avis motivé du Conseil d'Administration sur l'Offre et ses conséquences pour la Société, ses actionnaires et ses salariés¹¹.

L'accueil favorable du principe de l'Opération et la nomination du cabinet BM&A en qualité d'expert indépendant par le Conseil d'Administration ont été annoncés par voie de communiqué de presse publié le 16 janvier 2019.

Par acte en date du 22 février 2019, l'Initiateur s'est substitué à Five Arrows Managers dans l'exécution de la Promesse d'Achat.

Le 27 février 2019, à la suite de l'avis du CSE sur l'Opération du 11 février 2019 et de l'exercice de la Promesse d'Achat par les Fondateurs le 22 février 2019, l'Initiateur et les Fondateurs ont conclu un contrat d'acquisition d'actions portant sur l'Acquisition du Bloc au Prix de l'Offre (le « **Contrat d'Acquisition** »)¹².

(b) Acquisitions d'Actions par l'Initiateur après le dépôt du projet d'Offre

Entre le 28 février 2019, date de dépôt du projet d'Offre, et la date de la présente Note en Réponse, l'Initiateur a acquis par voie de cession hors marché, à un prix unitaire égal au Prix de l'Offre, 67.530 Actions représentant 4,80 % du capital de la Société, conformément aux dispositions de l'article 231-38, IV du règlement général de l'AMF.

¹⁰ L'avis du CSE sur l'Opération figure à la section 3 de la présente Note en Réponse.

¹¹ L'avis motivé du conseil d'administration de la Société sur l'Offre et ses conséquences pour la Société, ses actionnaires et ses salariés figure à la section 2 de la présente Note en Réponse. Le rapport de l'expert indépendant sur les conditions financières de l'Offre figure à l'annexe 2 de la présente Note en Réponse.

¹² Le 27 février 2019, l'Initiateur et les proches des Fondateurs ont conclu un contrat d'acquisition d'actions selon les mêmes termes que le Contrat d'Acquisition.

(c) Autorisations réglementaires

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

1.1.4 **Motifs de l'Offre**

L'Offre fait suite à l'acquisition indirecte du contrôle de la Société par Five Arrows dans le cadre de l'Acquisition du Bloc qui elle-même est l'aboutissement d'un processus de vente compétitif qui a conduit à la fixation du Prix de l'Offre, lequel intègre une prime de contrôle dont bénéficient l'ensemble des actionnaires de la Société. En effet, dans la mesure où l'Initiateur, a, en conséquence de l'Acquisition du Bloc, acquis, directement et indirectement, 858.310 Actions¹³ représentant 61,04 % du capital et 70,46 % des droits de vote de la Société à la Date de Réalisation, il est tenu au dépôt de la présente Offre qui revêt un caractère obligatoire 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.

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 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 28 février 2019, le projet d'Offre et le projet de Note d'Information de l'Initiateur. 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.

L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée conformément aux articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

L'Initiateur s'engage irrévocablement à acquérir auprès des actionnaires de la Société toutes leurs Actions au Prix de l'Offre.

Les termes de l'Offre sont décrits de manière plus détaillée dans la Note d'Information de l'Initiateur.

1.2.2 **Situation des bénéficiaires d'Actions Gratuites Existantes**

A la date de dépôt de la présente Note en Réponse, la Société a attribué 16.400 Actions Gratuites Existantes, dont :

- 5.400 Actions Gratuites Existantes attribuées à certains cadres et salariés de la Société en vertu d'un plan en date du 2 mai 2018. Ces Actions Gratuites Existantes sont soumises à une période d'acquisition d'un an, soit jusqu'au 2 mai 2019, à l'issue de laquelle elles seront acquises à leurs bénéficiaires sous réserve de leur présence dans la Société à cette date. Les Actions Gratuites Existantes acquises seront alors soumises à une période de conservation d'un an, soit jusqu'au 2 mai 2020 ;
- 11.000 Actions Gratuites Existantes attribuées à un dirigeant de la Société (autre que les Fondateurs), en vertu d'un plan en date du 2 mai 2018. Ces Actions Gratuites Existantes sont soumises à une période d'acquisition (i) d'un an, soit jusqu'au 2 mai 2019, pour 13.100 Actions Gratuites Existantes, et (ii) de deux ans, soit jusqu'au 2 mai 2020, pour le solde, soit 3.300 Actions Gratuites Existantes. A l'issue des périodes d'acquisition, ces Actions Gratuites Existantes seront acquises à leur bénéficiaire sous réserve de sa présence dans la Société à cette date et, pour une partie de ces Actions Gratuites Existantes, de la satisfaction de conditions de performance. Les Actions Gratuites Existantes acquises le 2 mai 2019 seront soumises à une

¹³ Sans tenir compte des 72.892 Actions auto-détenues par la Société.

période de conservation jusqu'au 2 mai 2020. Le dirigeant est en outre tenu de conserver la moitié des Actions Gratuites Existantes acquises au nominatif jusqu'au terme de ses fonctions de directeur général délégué.

Ainsi, à la date de dépôt de la présente Note en Réponse, et sous réserve des cas d'acquisition et de cessibilité anticipés prévus par la loi, les Actions Gratuites Existantes ne pourront pas être apportées à l'Offre dans la mesure où la période d'acquisition et la période de conservation des Actions Gratuites Existantes n'auront pas expiré avant la clôture de l'Offre.

En vertu du Contrat d'Acquisition, l'Initiateur s'est engagé à proposer aux bénéficiaires des Actions Gratuites Existantes de conclure des promesses d'achat et de vente de leurs Actions Gratuites Existantes afin de leur permettre de bénéficier d'une liquidité en numéraire pour les Actions Gratuites Existantes (le « **Contrat de Liquidité** »).

En vertu du Contrat de Liquidité, l'Initiateur s'engagera à acquérir les Actions Gratuites Existantes acquises après l'expiration de la période d'acquisition et, le cas échéant, de la période de conservation des Actions Gratuites Existantes, sur demande de chaque bénéficiaire d'Actions Gratuites Existantes. Corrélativement, chaque bénéficiaire des Actions Gratuites Existantes s'engagera à céder les Actions Gratuites Existantes acquises à défaut d'exercice de la promesse d'achat. Le prix d'exercice des promesses d'achat et de vente sera calculé en fonction de l'EBITDA consolidé de la Société au 31 décembre 2019, étant précisé que ce prix par Action ne pourra être ni supérieur, ni inférieur de plus de 5 % au Prix de l'Offre.

En cas de mise en œuvre éventuelle d'un retrait obligatoire, les Actions Gratuites Existantes ne seront pas visées par ledit retrait obligatoire mais seront cédées à terme à l'Initiateur dans le cadre du Contrat de Liquidité. Les Actions Gratuites Existantes faisant l'objet du Contrat de Liquidité seront réputées détenues par l'Initiateur en vertu des règles d'assimilation à la détention d'actions prévues à l'article L. 233-9 du Code de commerce.

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 28 février 2019. 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 a été tenu gratuitement à la disposition du public aux sièges de Lazard Frères Banque et d'Alantra, et a été mis en ligne sur les sites Internet de la Société et de l'AMF.

Concomitamment, la Société a déposé le projet de Note en Réponse, incluant notamment le rapport de l'expert indépendant en application de l'article 261-1, I du règlement général de l'AMF.

L'AMF a publié sur son site internet une déclaration de conformité motivée relative à l'Offre après s'être assurée de la conformité de l'Offre aux dispositions législatives et réglementaires qui lui sont applicables. En application des dispositions de l'article 231-23 du règlement général de l'AMF, la déclaration de conformité a emporté visa de la Note d'Information de l'Initiateur.

La présente Note en Réponse ainsi visée par l'AMF ainsi que les autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société seront, conformément aux articles 231-27 et 231-28 du règlement général de l'AMF, tenues gratuitement à la disposition du public par la Société, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre. Ces documents seront également disponibles sur les sites Internet de l'AMF (<http://www.amf-france.org>) et d'Harvest (www.harvest.fr/finance).

Conformément aux articles 231-27 et 231-28 du règlement général de l'AMF, un communiqué de presse précisant les modalités de mise à disposition de ces documents par la Société sera par ailleurs diffusé par la Société au plus tard le deuxième jour de négociation suivant la décision de conformité de l'AMF s'agissant de la note en réponse et au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre s'agissant du document « Autres Informations » relatifs aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société. Ce communiqué sera mis en ligne sur le site Internet d'Harvest (www.harvest.fr/finance).

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF publiera un avis d'ouverture et un calendrier de l'Offre.

L'Offre sera ouverte pendant une période de quinze (15) jours de négociation.

1.2.4 Procédure d'apport à l'Offre

Les actionnaires de la Société dont les Actions sont inscrites auprès d'un intermédiaire financier (par exemple, un établissement de crédit ou une entreprise d'investissement) qui souhaiteraient apporter des Actions à l'Offre devront remettre à leur intermédiaire financier un ordre de vente ou d'apport au Prix de l'Offre, au plus tard à la date de clôture de l'Offre (inclusive) – sous réserve des délais de traitement par leur intermédiaire financier –, en utilisant le modèle mis à leur disposition par leur intermédiaire financier.

Les Actions détenues sous forme nominative pure devront être converties au porteur pour être apportées à l'Offre. En conséquence, les actionnaires dont les Actions sont détenues sous la forme nominative pure qui souhaiteraient apporter des Actions à l'Offre devront demander la conversion de celles-ci pour les détenir au porteur dans les meilleurs délais. Les intermédiaires financiers teneurs de comptes devront, préalablement à la vente ou à l'apport à l'Offre, effectuer la conversion au porteur des Actions présentées à l'Offre.

Les Actions présentées à l'Offre 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 cédées dans le cadre de l'Offre ou apportées à l'Offre et qui ne répondraient pas à cette condition.

Les actionnaires de la Société qui souhaiteraient apporter leurs Actions à l'Offre devront remettre à l'intermédiaire financier dépositaire de leurs Actions (établissement de crédit, entreprise d'investissement, etc.) un ordre de vente et/ou d'apport à l'Offre qui sera irrévocable quelle que soit la procédure de règlement-livraison retenue, en utilisant le modèle mis à leur disposition par cet intermédiaire, en précisant s'ils optent pour :

- soit la cession de leurs Actions sur le marché, auquel cas ils devront remettre leur ordre de vente au plus tard le jour de la clôture de l'Offre et le règlement-livraison sera effectué au fur et à mesure de l'exécution des ordres, au plus tard deux jours de négociation après chaque exécution, étant précisé que les frais de négociation (à savoir les frais de courtage et la TVA y afférente) resteront en totalité à la charge des actionnaires vendeurs ;
- soit l'apport de leurs Actions dans le cadre de la procédure semi-centralisée par Euronext Paris, auquel cas ils devront remettre leur ordre d'apport au plus tard le jour de la clôture de l'Offre et le règlement-livraison des Actions (y compris le paiement du prix) interviendra après l'achèvement des opérations de semi-centralisation à la date de règlement-livraison (après le dernier jour d'ouverture de l'Offre). Dans ce cadre, l'Initiateur prendra à sa charge les frais de négociation (frais de courtage et TVA afférente) supportés par les actionnaires cédants dont les Actions auront été apportées à l'Offre et ce jusqu'à 0,30 % du prix d'achat (TTC), sans que ce montant ne puisse être inférieur à 10 euros (TTC) ni excéder 250 euros (TTC) par dossier. Euronext Paris versera directement aux intermédiaires financiers les montants dus au titre du remboursement des frais mentionnés ci-dessus et ce à compter de la date de règlement-

livraison ; étant toutefois précisé que, dans l'hypothèse où l'Offre serait déclarée nulle pour quelque raison que ce soit, les actionnaires de la Société ne pourront pas réclamer de remboursement.

Seuls les actionnaires apportant leurs Actions à la procédure semi-centralisée dont les Actions sont inscrites en compte à la veille de l'ouverture de l'Offre pourront bénéficier de la prise en charge des frais dans les conditions susvisées.

A l'exception du remboursement par l'Initiateur aux actionnaires de certains frais de courtage tels que décrits ci-dessus, aucune commission ne sera payée par l'Initiateur aux intermédiaires financiers à travers lesquels les actionnaires apporteront leurs Actions à l'Offre.

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, les membres du Conseil d'administration de la Société se sont réunis le 27 février 2019 sur convocation du président du Conseil d'administration à l'effet d'examiner le projet d'Offre et de rendre un avis motivé sur l'intérêt que présente l'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Tous les membres du Conseil d'administration étaient présents ou représentés. La séance était présidée par M. 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.

Le cabinet BM&A, représenté par M. Pierre Béal, désigné par le Conseil d'administration lors de sa séance du 14 janvier 2019 en qualité d'expert indépendant a été chargé d'apprécier le caractère équitable des conditions financières de l'Offre proposées aux actionnaires de la Société (« **l'Expert Indépendant** »).

La délibération du Conseil d'administration concernant l'avis motivé est reproduite ci-dessous :

« Après avoir entendu les conclusions du rapport de l'Expert Indépendant, ainsi que les observations exprimées par les administrateurs indépendants, et après en avoir débattu, le Conseil constate notamment que :

- i. l'Offre fait suite à l'Acquisition qui résulte elle-même d'un processus de cession compétitif ;*
- ii. l'Offre revêt un caractère obligatoire 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 ;*
- iii. le Prix de l'Offre fait ressortir une prime de 17,2% sur la base du cours de clôture d'Harvest au jour précédant l'annonce du projet (le 17 décembre 2019) et une prime de 21,6 % sur la moyenne pondérée par les volumes des 20 derniers jours de bourse ;*
- iv. 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 ;*
- v. l'Initiateur a l'intention, s'il venait à détenir plus de 95 % du capital et des droits de vote de la Société à l'issue de l'Offre (ou tout autre seuil qui serait applicable en vertu de la loi dite "Pacte"), de demander à l'AMF la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les actions Harvest non-apportées à l'Offre moyennant une indemnisation égale au prix de l'Offre ;*

- vi. *en cas de succès, l'Offre permettra notamment à la Société de se libérer des contraintes réglementaires et administratives liées à sa cotation qui ne se justifie plus dans le contexte actuel ;*
- vii. *l'Offre représente pour l'ensemble des actionnaires minoritaires de la Société une opportunité de liquidité immédiate et intégrale, à des conditions leur permettant de bénéficier d'une prime significative par rapport au cours de bourse.*

En ce qui concerne l'intérêt de l'Offre pour la Société, le Conseil 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. Par ailleurs, l'Initiateur envisage de contribuer activement à la croissance du groupe tant par croissance organique qu'externe dans les prochaines années en lui offrant de nouvelles perspectives grâce aux moyens supplémentaires qui pourront être mis à la disposition du groupe.

En ce qui concerne l'intérêt des salariés de la Société, le Conseil 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. Le Conseil constate que l'Offre n'aura pas d'impact sur l'emploi au sein de la Société et n'entraînera pas de modification des statuts individuels et collectifs respectifs des salariés de la Société et de sa filiale.

À la lumière des considérations qui précèdent, prenant acte des conclusions du rapport de l'Expert Indépendant et des observations exprimées par les administrateurs indépendants ainsi que de l'avis du CSE, le Conseil, après en avoir délibéré, estime que le projet d'Offre est conforme à l'intérêt de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés, et décide à l'unanimité de ses membres :

- i. *de recommander aux actionnaires d'apporter leurs actions à l'Offre,*
- ii. *d'approuver le projet de note en réponse de la Société ainsi que les projets de communiqué de presse relatif à l'opération et au dépôt de la note en réponse de la Société,*
- iii. *d'autoriser M. DUPIOT, Directeur général, à finaliser et signer ledit projet ainsi que pour signer tout document relatif au projet de note en réponse et de préparer et de déposer auprès de l'AMF le document intitulé « Autres informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société », (ii) de signer toutes attestations requises dans le cadre du projet d'Offre et (iii) plus généralement, de faire tout ce qui sera nécessaire pour la bonne réalisation de l'Offre, et*
- iv. *de ne pas apporter à l'Offre les 72.892 actions auto-détenues par la Société.*

étant précisé que les membres du Conseil d'administration qui sont liés à l'Initiateur (en ce compris M. PINEAU et M. DUPIOT en tant qu'actionnaires de Financière Winnipeg) n'ont pas pris part aux délibérations et au vote. »

3. AVIS MOTIVE DU COMITE SOCIAL ET ECONOMIQUE DE LA SOCIETE

La Société a engagé les procédures d'information et de consultation des instances représentatives du personnel compétentes au niveau de la Société immédiatement après l'annonce de la signature de la promesse d'achat entre Five Arrows Managers et les Fondateurs en vue d'un rapprochement stratégique entre les deux groupes.

Ainsi, dans le cadre de la procédure-consultation prévue à l'article L.2323-33 du Code du Travail, le comité social et économique de la Société a rendu un avis sur le projet de l'acquisition du contrôle d'Harvest par Five Arrows Managers.

Cet avis est reproduit en Annexe 1 et fait partie intégrante de la présente Note en Réponse.

4. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE

Lors du Conseil d'administration du 27 février 2019, les membres du Conseil d'administration détenant des actions Harvest ont fait part de leur intention d'apporter leurs actions à l'Offre.

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

L'Offre ne vise pas les 72.892 Actions auto-détenues par la Société, représentant 5,18 % du capital de la Société, lesquelles, conformément à la décision du conseil d'administration de la Société en date du 27 février 2019, ne seront pas apportées à l'Offre par la Société.

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

Sous réserve des différents accords mentionnés dans la présente 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 de la Note d'Information de l'Initiateur pour une description plus détaillée des accords présentés dans la présente Section.

6.1 Réinvestissement

En vertu de la Promesse d'Achat et du Contrat d'Acquisition, l'Initiateur a demandé et s'est 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.

Dans le cadre du Réinvestissement, (i) les Fondateurs ont apporté à Financière Winnipeg 5.386.850 actions Harvest Group (représentant 25,9 % des 20.765.124 actions Harvest Group qu'ils détenaient préalablement à l'Acquisition du Bloc, le solde ayant été cédé en numéraire à Winnipeg Participations), laquelle détient elle-même 807.026 Actions représentant 57,40 % du capital de la Société, et (ii) les Managers Cercle 1 ont apporté à Financière Winnipeg 24.708 Actions représentant 1,76 % du capital de la Société¹⁴. Les actions Harvest Group et les Actions apportées à Financière Winnipeg dans le cadre du Réinvestissement ont ensuite été apportées à l'Initiateur par Financière Winnipeg.

En contrepartie du Réinvestissement, Financière Winnipeg a émis les instruments suivants :

- au profit des Fondateurs et des Managers Cercle 1: des actions de préférence de catégorie 1 (les « **ADP 1** ») ;
- au profit des Fondateurs et des Managers Cercle 1 : des obligations convertibles en actions ordinaires Financière Winnipeg (les « **OC** ») ; et
- au profit des Managers Cercle 1 uniquement : des actions de préférence de catégorie 2 (les « **ADP 2** »).

A la suite des émissions mentionnées ci-dessus, Financière Winnipeg est détenue (i) à hauteur de 59,07 % du capital et des droits de vote par Five Arrows, (ii) à hauteur de 35,03 % du capital et des

¹⁴ Dans le cadre du Réinvestissement, certains Managers Cercle 1 ont souscrit à des émissions de titres Financière Winnipeg par voie d'apport en numéraire.

droits de vote par les Fondateurs et (iii) à hauteur du solde, soit 5,90 % du capital et des droits de vote, par les Managers Cercle 1¹⁵. Financière Winnipeg détenant, par l'intermédiaire de l'Initiateur, 65,85 % du capital de la Société¹⁶ à la date de la présente Note en Réponse, la participation indirecte des Fondateurs dans la Société représente 23,07 % de son capital, contre 58,35 % préalablement à l'Opération.

En fonction des résultats de l'Offre, dont le financement en fonds propres est assuré exclusivement par Five Arrows¹⁷, la participation de Five Arrows dans Financière Winnipeg sera augmentée, tandis que celle des Fondateurs et des Managers Cercle 1 sera diluée. A titre d'illustration, en cas de mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire à la suite de l'Offre, Financière Winnipeg sera détenue (i) à hauteur d'environ 70 % du capital par Five Arrows, (ii) à hauteur d'environ 23 % du capital par les Fondateurs et (iii) à hauteur du solde, soit environ 7 % du capital, par les Managers (tel que ce terme est défini ci-après)¹⁸.

Financière Winnipeg procédera en outre à une attribution gratuite d'actions Financière Winnipeg au profit de certains cadres et salariés du groupe (les « **Managers Cercle 2** », et avec les Manager Cercle 1, les « **Managers** »). Cela ne concerne pas les Vendeurs.

Il est précisé qu'aucun actionnaire d'Harvest autre que les Fondateurs et les Managers Cercle 1 ne s'est vu demander ou offrir la possibilité d'investir ou de réinvestir dans Financière Winnipeg ou Winnipeg Participations aux côtés de Five Arrows (sous réserve des actions Financière Winnipeg attribuées gratuitement aux Managers Cercle 2).

Enfin, Five Arrows a conclu ou conclura avec chacun des Managers (à l'exclusion des Fondateurs), pour l'intégralité des titres Financière Winnipeg qu'il détient, (i) une promesse de vente, exerçable par Financière Winnipeg en cas de départ du Manager concerné du groupe, et (ii) une promesse d'achat, exerçables par le Manager concerné dans certains cas de départ du groupe à défaut d'exercice de la promesse de vente par Five Arrows (les « **Promesses** »). Le prix d'exercice des Promesses variera en fonction de la date du départ du groupe du Manager concerné et des circonstances du départ.

6.2 Pacte d'Actionnaires

Le lecteur est invité à se référer à la Section 1.3.2 de la Note d'Information de l'Initiateur pour une description plus détaillée des accords présentés dans la présente Section.

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

7.1 **Structure et répartition du capital**

A la date de la présente Note en Réponse, le capital social de la Société s'élève à 1.406.044 euros, divisé en 1.406.044 actions de 1 euro de valeur nominale chacune, entièrement libérées et toutes de même catégorie.

A la suite de l'Acquisition du Bloc et à la connaissance de la Société, la répartition du capital et des droits de vote de la Société est la suivante :

¹⁵ Ces pourcentages de détention capitalistique ne sont pas représentatifs, compte tenu des différentes catégories d'actions ayant des droits financiers spécifiques.

¹⁶ Sans tenir compte des 72.892 Actions auto-détenues par la Société représentant 5,18 % de son capital.

¹⁷ Voir la section **Erreur ! Source du renvoi introuvable.** de la Note d'Information de l'Initiateur.

¹⁸ Ces pourcentages de détention capitalistique ne sont pas représentatifs, compte tenu des catégories différentes d'actions ayant des droits financiers spécifiques.

Actionnaires	Nombre d'Actions	% du capital	Nombre de droits de vote	% des droits de vote théoriques*
Winnipeg Participations	51.284	3,65 %	51.284	2,20 %
Harvest Group	807.026	57,40 %	1.593.904	68,26 %
Actions auto-détenues	72.892	5,18 %	-	-
Sous-total Initiateur	931.202	66,23 %	1.645.188	70,46 %
Public ¹⁹	474.842	33,77 %	616.803	26,42 %
Total	1.406.044	100 %	2.334.883	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.

Il est rappelé qu'entre le 28 février 2019, date de dépôt du projet d'Offre, et la date de la présente Note en Réponse, l'Initiateur a acquis par voie de cession hors marché, à un prix unitaire égal au Prix de l'Offre, 67.530 Actions représentant 4.80 % du capital de la Société, conformément aux dispositions de l'article 231-38, IV du règlement général de l'AMF.

A la date de la présente Note en Réponse et à la connaissance de la Société, la répartition du capital et des droits de vote de la Société est la suivante :

Actionnaires	Nombre d'Actions	% du capital	Nombre de droits de vote	% des droits de vote théorique*
Winnipeg Participations	118.814	8,45 %	118.814	5,14 %
Harvest Group	807.026	57,40 %	1.593.904	68,93 %
Actions auto-détenues	72.892	5,18 %	-	-
Sous-total Initiateur	998.732	71,03 %	1.712.718	74,09 %
Public ²⁰	407.312	28,97 %	526.075	22,76 %
Total	1.406.044	100 %	2.311.685	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.

¹⁹ Il est rappelé que les 14.898 Actions encore détenues par certains Managers Cercle 1 à la suite de l'Acquisition du Bloc, représentant 1,06 % du capital de la Société, font l'objet d'engagements d'apport à l'Offre consentis par lesdits Managers Cercle 1 à l'Initiateur.

²⁰ Il est rappelé que les 14.898 Actions encore détenues par certains Managers Cercle 1 à la suite de l'Acquisition du Bloc, représentant 1,06 % du capital de la Société, font l'objet d'engagements d'apport à l'Offre consentis par lesdits Managers Cercle 1 à l'Initiateur.

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

Obligation de déclaration de franchissement de seuils

Conformément aux 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 un marché réglementé, toute personne physique ou morale qui vient à détenir, seule ou de concert, directement ou indirectement, une fraction du capital ou des droits de vote, égale ou supérieure à 5% du capital ou des droits de vote, ou à tout multiple de ce pourcentage, doit informer la Société dans un délai de quinze (jours à compter du jour où chacun des seuils est atteint, par lettre recommandée avec accusé de réception adressée à son siège social, en précisant le nombre d'actions et de droits de vote détenus.

L'obligation déclarative ci-dessus s'entend pour toute fraction de 5% du capital à compter du premier seuil de 5% et cesse d'être exigée au-delà d'une participation de 50% du capital.

A défaut d'avoir été régulièrement déclaré dans les conditions qui précèdent, 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 dont la détention 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.

7.3 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.

7.4 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 de l'Acquisition du Bloc dont la réalisation est intervenue le 27 février 2019 :

- à la Société, avoir franchi à la hausse 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 ; et
- à l'AMF, avoir franchi à la hausse les seuils légaux de 50 % du capital et des droits de vote de la Société.

L'Initiateur a également déclaré à la Société, le 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.

7.5 Droits de contrôle spéciaux

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

7.6 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).

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

A la connaissance de la Société, à la date de la présente 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.

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

7.8.1 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 5 membres. Chaque membre doit être propriétaire d'au moins une action pendant toute la durée de son mandat.

Conformément aux stipulations de l'article 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 et révoqués 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 fonction 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 ou les membres du Conseil d'administration 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.

7.8.2 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 des actionnaires présents, représentés ou ayant voté par correspondance ou à distance.

7.9 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 délégations suivantes, accordées par l'assemblée générale des actionnaires du 2 mai 2018 :

Objet de la résolution	Montant maximal	Durée de l'autorisation
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'attribution	38 mois
Autorisation, conformément aux dispositions des articles L.225-209 et suivants du code de commerce, à faire acheter par la Société ses propres actions	Dans la limite d'un nombre d'actions auto détenues au maximum égal à 10% du capital social.	18 mois
Augmentation du capital avec maintien du droit préférentiel de souscription	700.000 €	26 mois
Augmentation de capital au profit d'un capital au profit des adhérents d'un PEE	1 % du capital social au jour de l'attribution	26 mois

7.10 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.

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

Aucun accord avec la Société ne prévoit d'indemnité en cas de départ des membres du Conseil d'administration en cas d'offre publique.

Il en est de même pour les dirigeants mandataires sociaux de la Société, à savoir M. Brice Pineau, Président du Conseil d'administration M. Jean-Michel Dupiot, Directeur Général et MM. Patrice Henri et Jérôme Chapotier, Directeurs Généraux Délégués.

8. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

Le 14 janvier 2019, le Conseil d'administration de la Société a désigné le cabinet BM&A, représenté par Monsieur Pierre Béal, en qualité d'expert indépendant, conformément aux dispositions de l'article 261-1, I et II du règlement général de l'AMF, avec pour mission d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre. Il est précisé que ces décisions ont été adoptées à l'unanimité des trois administrateurs indépendants de la Société, à savoir Messieurs François Carayol, Jean-Jacques Guiony et Hervé Philippe, MM. Brice Pineau et Jean-Michel Dupiot, également administrateurs, s'étant abstenus de prendre part aux délibérations et au vote.

Ce rapport, en date du 27 février 2019, est intégralement reproduit en Annexe 2 et fait partie intégrante de la présente Note en Réponse.

9. INFORMATIONS COMPLEMENTAIRES CONCERNANT LA SOCIETE

Le document Autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société, requis par l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, sera déposé par la Société auprès de l'AMF au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre. Il sera disponible sur les sites Internet de la Société (<https://www.harvest.fr/finance/>) et de l'AMF (www.amf-france.org), et pourra être obtenu sans frais auprès de :

Harvest
5, rue de la Baume
75008 Paris

10. PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE

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

Harvest
Par : M. Jean-Michel Dupiot
Directeur Général

Annexe 1

Avis du CSE d'Harvest en date du 11 février 2019

Comité social et économique



Avis du Comité social et économique concernant l'opération de prise de participation majoritaire du fonds Five Arrows dans le capital de la société Harvest



> Rédigé par : CSE

> Le : 11/02/2019

1. Démarche

Le Comité Social et Economique a été consulté par la Direction au sujet d'une opération de prise de participation majoritaire du fonds Five Arrows dans le capital de la société Harvest.

Cette consultation a donné lieu à des échanges avec la Direction et avec des représentants du fonds Five Arrows.

De plus, le CSE a décidé de recourir à l'assistance d'un expert-comptable. À ce titre, il a désigné le cabinet Syndex.

2. Avis des élus du CSE

Les élus du CSE prennent acte de la décision des fondateurs de transmettre Harvest, toutefois le choix qui a été retenu de vendre à un fonds pose de nombreuses questions.

En effet, le modèle d'un fonds tel que Five Arrows Principal Investments (FAPI) implique des exigences financières fortes qui font courir des risques aux salariés d'Harvest. Les élus s'inquiètent notamment des dangers possibles :

- d'une recherche accrue de productivité : embauches sous contrainte, intensification de la charge de travail conduisant à une dégradation des conditions de travail
- d'une politique de rémunération sous tension
- d'une recherche de flexibilité des ressources au travers d'un recours accru à la sous-traitance

Par ailleurs, les élus du CSE s'interrogent sur la qualité du dialogue social dans un contexte de gouvernance pilotée par les investisseurs dont les objectifs seront en priorité financiers.

De plus, les perspectives de croissance sur lesquelles est basé le projet sont soutenues ce qui pose la question des conséquences éventuelles en cas de difficultés économiques :

- réorientation de l'activité vers les segments jugés les plus rentables au détriment des salariés concernés ?
- abandon de certains développements de produits ou économies sur les moyens engagés ?

Compte tenu de l'ensemble de ces éléments, les élus du CSE demandent :

- une présence semestrielle de représentants des administrateurs de FAPI aux réunions CSE
- le maintien d'un niveau élevé d'informations via des indicateurs de suivi de l'entreprise tels qu'ils existent aujourd'hui, soit a minima les indicateurs suivants :
 - activité : chiffre d'affaires, clients (détaillés par segment/solution)
 - résultats
 - trésorerie
 - ressources internes : effectifs, ETP, entrées/sorties
 - ressources externes : évaluation en nombre, en ETP, en coût
 - tout élément utile à l'analyse stratégique et économique de l'entreprise

En conclusion :

Le CSE ne peut donc que prendre acte de la décision des dirigeants ainsi que de la période de transition qui est prévue dans le projet. Le CSE sera attentif aux conséquences à court et moyen terme de l'endettement qui en découle et qui suppose un niveau de dividendes élevé.

Le CSE constate que cette cession telle qu'elle est présentée permettrait à la société d'assurer son développement malgré les nouvelles contraintes financières et les ambitions fortes de croissance qui devront être tenues.

Pour que ces ambitions puissent être tenues, le CSE estime que l'un des enjeux portera en particulier sur le management futur ainsi que sur le recrutement d'un nouveau dirigeant :

- qui soit en capacité d'assurer le développement industriel de l'entreprise ... et pas seulement de s'assurer de la bonne fin du LBO au travers des remontées de dividendes qui en découlent
- qui maintienne un niveau de dialogue social de qualité tant vis-à-vis du CSE que vis-à-vis des salariés
- et que les fruits de l'opération ne soient pas uniquement destinés aux détenteurs des titres de NewCo

C'est pourquoi, le CSE considère que cette opération financière ne doit en aucune façon, dans les années qui viennent, peser sur la politique en matière d'emplois et de rémunérations de la société.

C'est pourquoi, le CSE restera vigilant tout au long de l'opération et plus précisément jusqu'à la sortie de FAPI du capital afin de tenir au courant les salariés de son évolution.

Annexe 2
Rapport de l'Expert Indépendant

A vertical decorative graphic on the left side of the page, composed of numerous thin, overlapping, wavy lines in shades of blue and grey, creating a complex, textured pattern.

HARVEST

**SOCIETE ANONYME
AU CAPITAL DE 1 406 044 €
5 RUE DE LA BAUME
75 008 PARIS**

.....

**ATTESTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT
DANS LE CADRE DU PROJET D'OFFRE
PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE SUIVIE D'UN
RETRAIT OBLIGATOIRE VISANT LES ACTIONS
DE LA SOCIETE HARVEST SA**

.....

FEVRIER 2019





SOMMAIRE

SOMMAIRE	2
1. CONTEXTE DE L'OPERATION	4
2. PRESENTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT	6
2.1 Missions d'expertise indépendante réalisées au cours des 36 derniers mois	6
2.2 Déclaration d'indépendance	6
2.3 Rémunération de l'expert.....	7
2.4 Diligences effectuées par l'expert	7
3. PRESENTATION D'HARVEST	10
3.1 Historique, activité et positionnement stratégique.....	10
3.1.1 HISTORIQUE	10
3.1.2 ACTIVITE ET POSITIONNEMENT STRATEGIQUE	11
3.2 Analyse historique de comptes publiés	15
3.2.1 COMPTE DE RESULTAT	15
3.2.2 STRUCTURE FINANCIERE	18
3.3 Analyse du plan d'affaires	19
3.3.1 REVENUS	19
3.3.2 MARGES D'EBITDA	20
3.3.3 MARGES D'EBIT	21
3.3.4 AUTRES ELEMENTS.....	22
4. TRAVAUX D'EVALUATION	23
4.1 Données financières servant de base aux méthodes d'évaluation.....	23
4.1.1 NOMBRE DE TITRES.....	23
4.1.2 PASSAGE DE LA VALEUR D'ENTREPRISE A LA VALEUR DES FONDS PROPRES	23
4.2 Méthodes ou références non retenues.....	24
4.2.1 ACTIF NET	24
4.2.2 VALEUR MATHEMATIQUE, ANR OU SOMME DES PARTIES.....	24
4.2.3 METHODES BASEES SUR LE DIVIDENDE	24
4.2.4 OBJECTIFS DE COURS DES ANALYSTES FINANCIERS	25
4.3 Méthodes et références retenues	26
4.3.1 TRANSACTION PREALABLE A L'OFFRE	26
4.3.2 COURS DE BOURSE	28
4.3.3 EVALUATION PAR LA METHODE DCF	30
4.3.4 EVALUATION PAR LES MULTIPLES BOURSIERS.....	33
4.3.5 EVALUATION PAR LES MULTIPLES DE TRANSACTIONS MAJORITAIRES.....	39
4.3.6 SYNTHESE DES RESULTATS DES TRAVAUX D'EVALUATION	40
5. ANALYSE CRITIQUE DES TRAVAUX DE L'EVALUATEUR	41
5.1 Données financières servant de base aux méthodes d'évaluation.....	41
5.1.1 NOMBRE DE TITRES.....	41
5.1.2 PASSAGE DE LA VALEUR D'ENTREPRISE A LA VALEUR DES FONDS PROPRES	41
5.2 Comparaison des méthodes d'évaluation retenues	42
5.2.1 REFERENCE AU PRIX DE CESSON DU BLOC MAJORITAIRE.....	42
5.2.2 COURS DE BOURSE	42
5.2.3 ACTUALISATION DE FLUX DE TRESORERIE (DCF).....	42
5.2.4 COMPARABLES BOURSIERS	44



5.2.5	TRANSACTIONS COMPARABLES	45
6.	CONCLUSION	46
7.	ANNEXES.....	48
7.1	Bêtas sectoriels des échantillons de comparables boursiers.....	48
7.1.1	SECTEUR DES EDITEURS DE LOGICIELS FRANÇAIS	48
7.1.2	SECTEURS DES EDITEURS DE LOGICIELS FINANCIERS.....	48
7.2	Régression des bêtas du secteur des éditeurs de logiciels financiers	49
7.3	Estimation du risque crédit Harvest	50
7.4	Volatilités sectorielles	52
7.5	Appréciation de la décote applicable aux multiples des méthodes analogiques.....	53
7.6	Régressions statistiques multifactorielles des multiples boursiers.....	54
7.6.1	SECTEUR DES EDITEURS DE LOGICIELS FRANÇAIS.....	54
7.6.2	SECTEUR DES EDITEURS DE LOGICIELS FINANCIERS.....	56
7.7	Échantillon de transactions majoritaires comparables retenu	59
7.8	Tableau de passage entre les différents EBITDA 2018 utilisés.....	60
7.9	Activités et principales caractéristiques des sociétés retenues dans l'échantillon des éditeurs de logiciels français.....	61
7.10	Activités et principales caractéristiques des sociétés retenues dans l'échantillon des éditeurs de logiciels financiers internationaux.....	67

1. CONTEXTE DE L'OPERATION

Par un communiqué en date du 17 décembre 2018, la société Harvest SA (ci-après « Harvest », la « Société » ou le « Groupe »), a indiqué être entrée en négociations exclusives avec Five Arrows Principal Investments, le fonds européen de capital investissement de Rothschild & Co (ci-après « Five Arrows »), en vue de de l'acquisition d'un bloc représentant 58,3% du capital de la Société et 70,1% des droits de vote à un prix de 85 euros par action.

Les accords signés dans le cadre de l'acquisition, réalisée le 27 février 2019 par la société de reprise Winnipeg Participations (ci-après « Winnipeg » ou l' « Initiateur »), ont conduit messieurs Brice Pineau et Jean-Michel Dupiot, les dirigeants et principaux actionnaires¹ de Harvest (ci-après les « Fondateurs »), ainsi qu'à certains managers (ci-après les « Managers Cercle 1 »), à réinvestir une partie de leurs participations aux côtés du Five Arrows.

Ainsi, les Fondateurs ont cédé à Winnipeg² environ 74 % des actions d'Harvest Group, laquelle détient 57,4 % du capital d'Harvest, et lui ont apporté le solde, soit environ 26 %. Les Managers Cercle 1 ont apporté 62,4 % de leurs actions Harvest à Winnipeg et ont signé un engagement d'apport à l'Offre pour le solde. Winnipeg a également acquis les actions Harvest détenues par les alliés des Fondateurs (famille et amis) ainsi que les actions Harvest détenues par les Fondateurs à travers leurs holdings personnelles, soit un total de 1,9 % du capital d'Harvest. In fine, Winnipeg se sera vu transférer 61,0 % du capital d'Harvest hors auto-détention.

Les tableaux suivants présentent l'évolution de la structure actionnariale d'Harvest avant et après acquisition du bloc.

Actionnariat Harvest	Avant cession du bloc		Opération		Après cession du bloc	
	Capital		Apports	Cessions	Capital	
	# d'actions	%			# d'actions	%
Brice Pineau (via Harvest Group)	403 513	28,7%	(104 679)	(298 834)	-	0,0%
Jean-Michel Dupiot (via Harvest Group)	403 513	28,7%	(104 679)	(298 834)	-	0,0%
Brice Pineau (en direct)	8 010	0,6%	-	(8 010)	-	0,0%
Jean-Michel Dupiot (en direct)	5 360	0,4%	-	(5 360)	-	0,0%
Fondateurs	820 396	58,3%	(209 357)	(611 039)	-	0,0%
Famille et amis	13 206	0,9%	-	(13 206)	-	0,0%
Fondateurs et famille	833 602	59,3%	(209 357)	(624 245)	-	0,0%
Winnipeg Participations	-	0,0%	24 708	26 576	51 284	3,6%
Winnipeg Participations (via Harvest Group)	-	0,0%	209 357	597 669	807 026	57,4%
Auto-détention	72 892	5,2%	-	-	72 892	5,2%
Managers (cercle 1)	39 606	2,8%	(24 708)	-	14 898	1,1%
Management et auto-détention	112 498	8,0%	(24 708)	-	87 790	6,2%
Flottant	459 944	32,7%	-	-	459 944	32,7%
Total général	1 406 044	100,0%	-	-	1 406 044	100,0%
Attribution gratuite d'actions	16 400				16 400	
Total général dilué	1 422 444				1 422 444	
Total général dilué, hors auto-détention	1 349 552				1 349 552	
Nombre de titres visés par l'Offre					474 842	

⁽¹⁾ Par transparence, via Harvest Group pour messieurs Pineau et Dupiot

¹ Via leur société holding personnelle respective, ou via leur holding commune Harvest Group contrôlée conjointement.

² Il s'agit ici de Financière Winnipeg, société contrôlant Winnipeg Participations à laquelle seront apportées ultérieurement les actions Harvest et Harvest Group acquises.



À la suite de l'acquisition du bloc et en application des articles 234-2 et 235-2 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (ci-après « l'AMF »), l'Initiateur qui a dépassé le seuil de détention de 50 % du capital est tenu de déposer une offre. Il se propose donc d'acquérir la totalité des actions Harvest qu'il ne détient pas encore hors actions auto-détenues, soit 474 842 actions représentant 33,77 % du capital, à un prix par action de 85 € dans le cadre d'une offre publique d'achat simplifiée (ci-après « l'Offre »). Si les conditions de seuil de détention prévues par l'article 237.14 du règlement général de l'AMF sont remplies à l'issue de l'Offre, l'Initiateur mettra en œuvre un retrait obligatoire au même prix.

L'Offre publique ne vise pas les 16 400 actions des plans d'attributions d'actions gratuites, leurs périodes d'acquisition et de conservation n'ayant pas expiré avant la clôture de l'Offre. Un mécanisme sera instauré qui garantira aux bénéficiaires une liquidité à un prix compris dans une fourchette de plus ou moins 5% autour du prix d'Offre.

Dans ce contexte général, le cabinet BM&A Advisory & Support a été mandaté le 14 janvier 2018 par le Conseil d'Administration de la Société en qualité d'expert indépendant afin d'apprécier le caractère équitable du prix proposé pour les actions Harvest dans le cadre de la présente Offre et de l'éventuel retrait obligatoire.

Notre intervention est requise par les dispositions du règlement général de l'AMF figurant au Titre VI du Livre II, Chapitre 1er, article 261-1, et en particulier :

- le paragraphe I, alinéa 1°, dans la mesure où la société visée est contrôlée au sens de l'article L 233-3 du code de commerce avant le lancement de l'opération par les Initiateurs ;
- le paragraphe I, alinéa 2°, dans la mesure où les dirigeants et actionnaires qui contrôlent la société visée au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce ont conclu un accord avec l'un des Initiateurs de l'Offre susceptible d'affecter leur indépendance ;
- le paragraphe I, alinéa 4°, en raison de l'existence d'opérations connexes à l'Offre susceptibles d'avoir un impact sur le prix de l'Offre ;
- le paragraphe II dans la mesure où un retrait obligatoire est envisagé.

La présente attestation ne constitue pas une recommandation de participer ou non à l'Offre.



2. PRESENTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT

Le cabinet BM&A Advisory & Support (ci-après « BM&A A&S »), est une société d'expertise comptable inscrite au tableau de l'Ordre des experts-comptables de Paris Ile-de-France. Issue de la scission en 2015 du cabinet BM&A, BM&A A&S est une filiale à 100 % de BM&A Partners, société faîtière du groupe BM&A qui compte environ 150 collaborateurs. L'intégralité du capital de BM&A Partners est détenue directement ou indirectement par ses 20 associés, personnes physiques.

BM&A A&S est constitué sous forme de société par actions simplifiée au capital 1 287 474 € ; son siège social est situé 11 rue de Laborde à Paris 8ème.

Le groupe BM&A développe plusieurs activités : audit comptable et financier, évaluation financière et expertise indépendante, consolidation et reporting, prévention et restructuration, transaction services et risques, process et systèmes d'information. Chaque activité, animée par un ou plusieurs associés, dispose d'une équipe dédiée, spécialisée dans son domaine.

Le groupe BM&A jouit d'une expérience reconnue dans les opérations requérant une appréciation indépendante de l'équité entre actionnaires et est membre de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI). Le groupe BM&A est doté d'une charte déontologique propre aux missions d'expertise indépendante, téléchargeable sur son site Internet www.bma-paris.com.

2.1 Missions d'expertise indépendante réalisées au cours des 36 derniers mois

Au cours des 36 derniers mois, le cabinet a produit des attestations d'équité dans le cadre des offres publiques suivantes :

Date	Opération	Cible	Initiateur/Bénéficiaire	Banque présentatrice
avr-16	Offre Publique d'Echange	Foncière des Murs	Foncière des Régions	BNP Paribas
août-16	Offre Contractuelle Volontaire d'Achat	Antevenio	Inversiones Y Servicios Publicitarios	Invest Securities
oct-16	Offre Publique de Retrait	Ivalls	Hawky	Swiss Life
mai-17	Offre Publique d'Achat Simplifiée	DL Software	DL Invest	Invest Securities
mars-18	Transfert de siège	Akka Technologies	n/a	n/a
mai-18	Augmentation de capital réservée avec supp. du DPS	Vergnet	Arum International	n/a
févr-19	Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire	Guy Degrenne	Diversita & Vorwerk	Kepler Cheuvreux

2.2 Déclaration d'indépendance

En application de l'article 261-4 du règlement général de l'AMF, nous attestons que notre cabinet, et les signataires de la présente, ne se trouvent pas, vis-à-vis de la Société ni de l'Initiateur, de leurs conseils et de leurs actionnaires, dans une des situations de conflit d'intérêts décrites dans l'instruction n°2006-08 du 25 juillet 2006. En particulier, nous attestons que le cabinet et ses associés :

- n'entretiennent aucun lien juridique ou en capital avec les sociétés concernées par l'Offre, ou leurs conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance ;
- n'ont procédé à aucune évaluation de la société visée par l'Offre ou qui réalise l'Offre au cours des 18 mois précédant la date de désignation ;
- ne détiennent aucun intérêt financier dans la réussite de l'Offre, ni créance ni dette envers l'une des sociétés concernées par l'Offre ou toute personne contrôlée par ces sociétés ;
- n'ont pas conseillé l'une 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 derniers mois.



2.3 Rémunération de l'expert

La rémunération perçue par BM&A A&S au titre de la présente opération s'élève à 55 000 €, hors taxes et débours.

2.4 Diligences effectuées par l'expert

La présente mission est placée sous la responsabilité de Pierre Béal, associé, assisté de Stéphane Marande, senior manager, et des collaborateurs nécessaires à sa bonne exécution. La revue indépendante a été effectuée par Eric Blache, associé du cabinet qui n'est pas directement intervenu dans les travaux.

Nous avons effectué nos diligences conformément aux dispositions des articles 262-1 et suivants du règlement général de l'AMF, de son instruction d'application du 25 juillet 2006 et des recommandations de l'AMF du 28 septembre 2006, modifiées le 27 juillet 2010.

Nous avons été informés de l'opération envisagée le 18 décembre 2018. Notre intervention s'est effectivement déroulée du 21 janvier 2019 au 27 février 2019, date à laquelle nous avons remis notre rapport.

Au cours de nos travaux, nous nous sommes principalement entretenus avec les personnes suivantes :

- Jean-Michel Dupiot, co-président d'Harvest ;
- Messieurs Emmanuel Roth, Younes Zemmouri et Nicolas Robin de Rothschild & Co ;
- Messieurs Nicolas Constant, Tanguy Leloup, Jean-Philippe Bescond, Octave de Pennart et madame Mariem Msadek, de Lazard, conseils de l'Initiateur ;
- Messieurs Olivier Guignon, David Kieffer et madame Oriane Durvy d'Alantra, conseils de l'Initiateur ;
- Monsieur Christophe Leclerc, associé du cabinet Accuracy.

Nos travaux ont été réalisés sur la base des documents communiqués par la Société et ses conseils et sur les informations communiquées lors d'entretiens portant notamment sur les points suivants :

- i) la présentation de l'opération envisagée et son contexte ;
- ii) la description de l'activité de la Société et de son marché ;
- iii) les prévisions des plans d'affaires élaborés dans le cadre de l'opération et l'identification des facteurs susceptibles de remettre en cause les hypothèses structurantes du *business model* ;

Nos travaux ont principalement consisté à :

- i) prendre connaissance de l'activité et de l'historique de la Société ;
- ii) étudier le contexte général de l'Offre et analyser les accords conclus dans le cadre de l'Offre ;
- iii) analyser la formation du chiffre d'affaires et des marges historiques de la Société et étudier l'évolution de sa situation financière ;
- iv) analyser les données financières prévisionnelles de la Société sur la base des plans d'affaires communiqués par le management d'Harvest et ses conseils ;
- v) apprécier la rentabilité normative de la Société au-delà de l'horizon des plans d'affaires fournis ;
- vi) mettre en œuvre les méthodes d'évaluation des capitaux propres de la Société, jugées pertinentes au cas d'espèce ;
- vii) analyser les accords intervenus entre les Parties ;
- viii) prendre connaissance des travaux d'évaluation mis en œuvre par la banque Lazard et Alantra afin de réaliser leur un examen critique ;
- ix) prendre connaissance du rapport des Commissaires aux Apports relatif aux apports des actions Harvest Group et Harvest à Financière Winnipeg ;
- x) prendre connaissance du rapport du Commissaire aux Avantages Particuliers ;



- xi) prendre connaissance des travaux d'évaluation du cabinet Accuracy concernant les instrument émis dans le cadre du réinvestissement ;
- xii) rédiger notre projet de rapport.

Pour accomplir notre mission, nous avons notamment utilisé les documents et informations qui nous ont été communiqués par la Société et par ses conseils. Il s'agit principalement :

- de la *Put Option Letter* signée par les parties le 15 décembre 2018 décrivant les conditions de l'offre ferme proposée par la société Five Arrows Managers sur les titres Harvest détenus directement ou indirectement par les fondateurs et incluant un projet de *Share Purchase Agreement* (ci-après le « SPA ») et de *Management Term Sheet* ;
- des différentes versions projet de SPA et de Pacte d'Associés devant être conclu entre les Fondateurs, les managers et Five Arrows ;
- des versions définitives du SPA et du Pacte d'Associés signées le 27 février 2019 ;
- des projets de statuts de Financière Winnipeg et de Winnipeg Participations ;
- du communiqué de presse du 17 décembre 2018 annonçant l'opération ;
- du rapport de *vendor due diligence* du 2 novembre 2018 produit par le cabinet Eight Advisory ;
- du rapport de *due diligence* stratégique du 3 décembre 2018 ;
- du rapport de *due diligence* financière du 17 décembre 2018 ;
- du plan d'affaires « vendeur » proposé par les Dirigeants au démarrage du processus d'enchère concurrentiel ayant mené à la cession du bloc majoritaire ;
- du plan d'affaires définitif, établi par l'Initiateur à la suite des *due diligence* comptable, financière et stratégique ;
- de la documentation juridique, financière et de gestion relative à la Société, notamment :
 - des statuts Harvest SA mis à jour lors de l'Assemblée Générale Mixte du 5 mai 2015 ;
 - des rapport financiers annuels et semestriels déposés par Harvest sur la période 2016-2018 ;
 - du rapport de gestion du Conseil d'Administration à destination de l'Assemblée Générale Mixte du 11 mai 2017 ;
 - du rapport de gestion du Conseil d'Administration à destination de l'Assemblée Générale Mixte du 2 mai 2018 ;
 - du projet estimatif d'arrêté de comptes Harvest SA au 31 décembre 2018 communiqué par le management le 30 janvier 2019 ;
- du communiqué de presse du 19 février 2019 annonçant le chiffre d'affaires 2018 ;
- du rapport des Commissaires aux Apports daté du 19 février 2019 relatif aux apports de titres Harvest SA et Harvest Group à Financière Winnipeg ;
- du rapport du Commissaire aux Avantages Particuliers daté du 26 février 2019, relatifs aux avantages accordés aux actionnaires ;
- du rapport du cabinet Accuracy daté du 22 février 2019, estimant la valeur de instruments venant rémunérer les apports à Financière Winnipeg (ADP 1 et 2 et taux d'intérêt applicable aux obligations convertibles) ;
- des projets de note d'information et de note en réponse relatifs à l'Offre.

Nous avons principalement utilisé la base de données financières Eikon de Refinitiv (ex Thomson-Reuters) et les outils développés le cabinet sous la marque Fairness Finance. Afin de compléter nos analyses, nous avons également collecté toute information de source publique dont l'exploitation nous a semblé pertinente, en ce compris les rapports annuels et les comptes consolidés de la Société. Enfin, nous avons examiné les rapports



annuels et les notes d'analyse disponibles relatifs aux sociétés que nous avons étudiées dans le cadre de la recherche des échantillons de sociétés comparables.

Nos travaux ne consistaient pas à réaliser un audit ou un examen limité des comptes annuels ou des situations comptables au sens des normes d'exercice professionnel de la CNCC ou des normes internationales de l'IFAC.

S'agissant des prévisions financières utilisées dans nos travaux, les parties à l'opération nous ont affirmé qu'elles correspondaient à leur vision du développement de la Société et, qu'à la date d'émission de notre rapport, elles n'ont connaissance d'aucun élément susceptible de les remettre en cause.

Conformément à la pratique en matière d'expertise indépendante, nous n'avons pas cherché à valider les données historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence. Notre opinion est nécessairement fondée sur les conditions de marché, économiques et autres, telles qu'elles existent et telles qu'elles peuvent être actuellement anticipées, ainsi que sur les informations mises à notre disposition.



3. PRESENTATION D'HARVEST

3.1 Historique, activité et positionnement stratégique

3.1.1 HISTORIQUE

Spécialisée dans l'édition de logiciels d'aide à la décision financière, patrimoniale et fiscale à destination des banques, des compagnies d'assurance ou des conseillers en gestion de patrimoine, la société Harvest a été créée par messieurs Brice Pineau et Jean-Michel Dupiot en 1989. Deux ans plus tard, avec l'arrivée de monsieur Olivier Poulain, naît le logiciel BIG, future référence de la gestion de patrimoine. La même année, le premier contrat avec un grand compte, la Société Générale, est signé. BIG est effectivement lancé en 1994, ainsi que l'activité de formation à la gestion de patrimoine avec l'acquisition de la société Formatick. Elle est revendue 4 ans plus tard mais l'activité de formation est poursuivie en interne.

En 1997, le logiciel Clickimpôts permet le renseignement des déclarations de revenus des particuliers. Declic, nouveau support à l'entretien pour les conseillers, est lancé à son tour en 1999.

Harvest s'introduit sur le marché Alternext³ en juin 2005 et en entame une stratégie de *build up* avec l'acquisition de *Quantix*, société proposant une gamme de simulateurs financiers à destination du secteur de la banque-assurance. Harvest franchit le seuil des 10 m€ en 2006 et s'inscrit dans une croissance rentable.

Début 2008, Harvest poursuit sa stratégie avec l'acquisition d'O2S, société spécialisée dans l'agrégation de portefeuilles, la gestion de la relation client et la conformité réglementaire. En 2010, le chiffre d'affaires de l'entreprise dépasse les 15 m€ et bénéficie du dynamisme de la demande des grands comptes et du redressement de la situation financière des conseillers en gestion de patrimoine indépendants.

L'année 2011 est marquée par un fort ralentissement au second semestre lié à la chute brutale des marchés financiers au mois d'août qui a entraîné un gel et un report des projets des grands comptes dans la banque et l'assurance, et plus généralement une attitude attentiste de la part de l'ensemble des clients. Le chiffre d'affaires reste en croissance à +2,5 % grâce aux revenus récurrents des segments *SaaS*⁴ et maintenance.

En 2012, malgré un contexte économique difficile, la société retrouve une croissance forte à +6 % et dépasse 20 m€ de CA alors que la croissance du secteur se limite à 1,6 %. Cette évolution s'explique principalement par l'effet mécanique de l'acquisition de son concurrent Issos (4 m€ de chiffre d'affaires en 2012), entreprise spécialisée dans la conception d'outils d'aide à la vente équipant les réseaux commerciaux dans la banque et l'assurance, ce qui lui permet de doubler ses revenus liés à cette activité dès son intégration en 2013 (+118% de croissance sur le segment des prestations au forfait en 2012-2013).

En 2015 et 2016, le développement des offres *d'e-learning* et de formats modernisés de formation alliant *e-learning*, classes virtuelles et séminaires classiques permet d'améliorer la croissance (respectivement +46,2 % et +40,1 %) et la récurrence des revenus de l'activité formation.

Fin 2015, Harvest poursuit sa stratégie en lançant une extension de son offre d'agrégation aux données de finance personnelle grâce à *MoneyPitch*, concept de portail patrimonial en B2B2C fournissant au professionnel une plateforme de gestion et d'échange avec ses clients lui permettant d'appuyer son conseil avec une visibilité financière complète et, au particulier, un outil de pilotage de son épargne et de ses projets.

En 2016, Harvest lance le *Portail fiscal*, autre outil d'accompagnement sur la fiscalité, et *O2S Business Link*, lien entre les CGPI (Conseillers en Gestion de Patrimoine Indépendants) et leurs partenaires, basé sur la plate-forme

³ Devenu Euronext Growth depuis le 19 juin 2017.

⁴ *Software as a Service*.



O2S. Les investissements et charges liées au lancement et au développement de son nouveau produit *MoneyPitch* ont pesé sur les marges opérationnelles du groupe, en baisse de 16,9 % en 2016, et de 2,8 % en 2017. La montée en puissance du SaaS et les exigences accrues de sécurité des systèmes, de protection des données et de réglementation entraînent des évolutions à la hausse des coûts d'infrastructure d'hébergement et des équipes techniques dédiées (DSI, exploitation, etc.)

Au premier semestre 2018, le déploiement de licences *MoneyPitch* en *plug-and-play* à partir de la plateforme O2S tire la croissance du Groupe. La communication et l'activité commerciale autour du lancement de *MoneyPitch* ont par ailleurs favorisé le développement de la solution O2S, qui trouve de nouvelles cibles commerciales : banques privées, sociétés de gestion, *family offices*. Dans le contexte de l'entrée en application de la directive européenne sur les services de paiement DSP2 en 2018, cette solution apporte aux établissements financiers une solution permettant le renforcement de leur relation client et devient un axe stratégique de développement pour Harvest. Parallèlement, le contexte de pression réglementaire de plus en plus intense qui caractérise le marché du conseil financier (MIF2, PRIIPs, DDA, RGPD, etc.) est favorable à Harvest, dont les solutions permettent aux établissements d'assurer leur conformité.

3.1.2 ACTIVITE ET POSITIONNEMENT STRATEGIQUE

Issue d'une stratégie de *build-up* réussie, Harvest est un acteur de la digitalisation des métiers du conseil patrimonial et financier, dont les solutions s'adressent aujourd'hui essentiellement à une clientèle de grands comptes dans la banque et l'assurance et au marché des conseillers en gestion de patrimoine indépendants et des sociétés de gestion⁵. Elle développe une gamme de logiciels et de plateformes dédiés à la gestion de portefeuille, à l'aide à la vente de produits financiers, à l'optimisation de patrimoine, à la conformité réglementaire, au CRM⁶ et à la génération d'opportunités d'affaires.

Les principaux logiciels développés et commercialisés par Harvest sont :

- **BIG**, logiciel de référence de la gestion de patrimoine (90% de part de marché en France) assurant notamment l'analyse, le conseil, et la vente de produits financiers. BIG équipe aujourd'hui 100% des grandes banques françaises et 50 % des IFAs⁷ ;
- **O2S**, solution dédiée à l'agrégation de portefeuille, à la gestion de l'activité du cabinet, au CRM patrimonial et la conformité réglementaire. O2S IFAs est très présent chez les gestionnaires de patrimoine indépendants avec 1 250 contrats signés et 600 000 comptes couverts par l'agrégation. Il vise à améliorer la gestion des portefeuilles clients, la relation client (CRM), de réduire le temps passé aux tâches administratives via l'agrégation et d'assurer la compliance réglementaire ;
- **O2S Business Link**, solution business dédiée aux partenaires des IFA, assureurs, banquiers, plateformes dédiées, sociétés de gestions, distributeurs de FIP, FCPI, SCPI, etc. ;
- **MoneyPitch** est une solution digitale d'agrégation pour le conseil patrimonial permettant d'offrir une prestation sur-mesure. Il peut être utilisé tant par les conseillers financiers (gains de productivité et de temps en réduisant le nombre de contacts administratifs, notamment pour les échanges de documents), que par les clients (utilisation du portail web pour surveiller leurs actifs sous gestion à tout moment). L'outil agrège également des actifs externes, permettant aux IFAs et aux banques d'augmenter leurs parts de portefeuille et de limiter leurs flux sortants ;

⁵ Harvest compte ainsi parmi ses clients des acteurs majeurs de la banque et de l'assurance en France, notamment : BPCE • BNP Paribas • Crédit Mutuel CIC • Crédit Agricole • HSBC • Société Générale • LCL • Banque Palatine • Citibank • UBS • Aviva • Cardif • Ageas • Groupama GAN • Allianz • AXA • Generali • Mutualité Française • La Mondiale • Swiss Life • Maaf • Macif Mutavie • MMA, etc.

⁶ *Customer Relationship Management* ou gestion de la relation client.

⁷ *Independent Financial Advisors* ou CGPI pour conseillers en gestion de patrimoine indépendants.



- **Quantix** est une solution digitale à destination des grandes banques de détail et de l'assurance permettant de réaliser des simulations web responsive (gamme d'environ 40 simulateurs) et fournissant des outils d'aide à la vente pour une prise en charge client omnicanale ;
- **VIC**, solution omnicanale de vente et d'instruction de crédits permettant le pilotage sur mesure des offres et des stratégies de distribution ;
- **Patrithèque**, ressource documentaire digitale des professionnels de la gestion de patrimoine et du conseil financier ;
- **ClickImpôts**, logiciel de calcul, d'optimisation et de déclaration des revenus destinés aux particuliers.

Le modèle économique d'Harvest présente les caractéristiques suivantes :

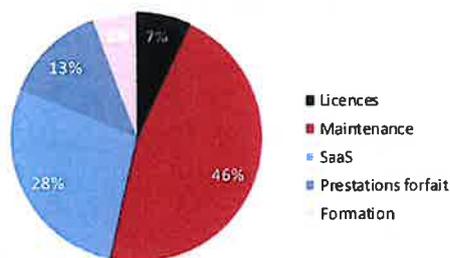
- il s'agit d'un modèle d'éditeur pur, les revenus tirés des progiciels représentant près de 81 % du chiffre d'affaires ;
- les produits de la Société couvrent la majorité de la chaîne de valeur du conseil financier, et sont souvent considérés comme des références (particulièrement BIG) ;
- le Groupe s'efforce de faire croître des revenus pouvant bénéficier d'une très forte récurrence, la nature des produits d'Harvest impliquant des mises à jour annuelles des logiciels en fonction de l'évolution de la réglementation fiscale, juridique et sociale. Les contrats récurrents de maintenance et de SaaS représentent ainsi plus de 74 % du chiffre d'affaires ;
- il évolue dans le sens d'une contribution de plus en plus importante des revenus en SaaS (28 % du chiffre d'affaires), parfois au détriment des revenus des licences, évolution cohérente avec les tendances du secteur de l'édition de logiciels ;
- le chiffre d'affaires est réparti sur un grand nombre de clients : pour 75 %, sur plusieurs centaines de clients grands comptes, et pour les 25% restants sur près de 3 milliers de professionnels indépendants et de petites structures (CGP indépendants, experts-comptables, notaires, etc.). Aucun client ne représente plus de 5% du chiffre d'affaires ;
- plus de 50% des clients d'Harvest sont des clients BIG et/ou O2S ;
- Harvest est un expert reconnu dans des domaines qui requièrent un savoir-faire approfondi et des mises-à-jour permanentes (fiscal, régulation, compliance, etc.), mais les outils sont parfois perçus comme trop complexes pour une utilisation courante ;
- la taille moyenne de la Société lui confère un avantage pour s'adapter, aussi bien en termes de structure que d'organisation, devant l'évolution rapide des marchés sur lesquels elle intervient.

Le Groupe a généré un chiffre d'affaires de 25,8 m€ en 2017⁸ et emploie plus de 230 collaborateurs. Les revenus liés à la maintenance des licences vendues représentent presque la moitié du CA, malgré une baisse relative depuis 2011. L'activité SaaS est en forte augmentation et représente 28 % du CA prévu pour 2018. Les autres activités du groupe (licences, prestations au forfait et formation) représentent environ 25 % du chiffre d'affaires.

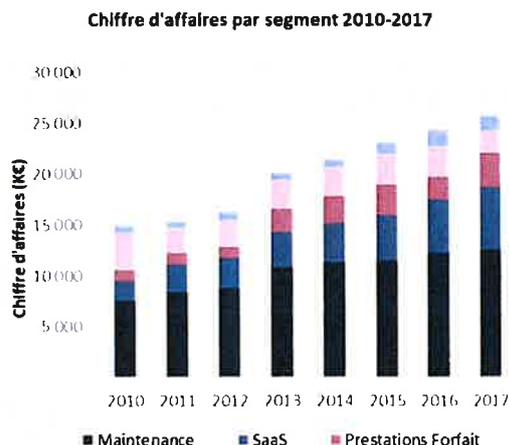
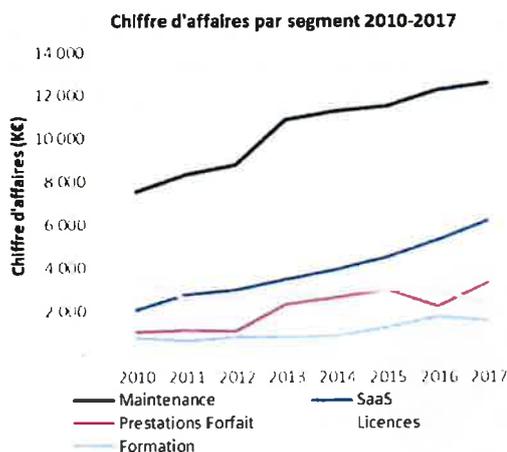
⁸ Le chiffre d'affaires 2018 est estimé à 28,4 M€.



Répartition du chiffre d'affaires à fin juin 2018



Toutes les activités d'Harvest sont en croissance sur la période 2010-2017, hormis le segment « Licences », en retrait sur la période en passant de plus de 3,6 m€ en 2010 à 2,2 m€ en 2017 soit un CAGR⁹ de -6,8 % du fait, en partie, du développement d'autres modes de commercialisation. Le segment des offres en SaaS est, lui, en forte progression sur la période (passant de 2,0 m€ en 2010 à 6,2 m€ en 2017, soit un CAGR de 17,2 % sur la période) ainsi que les activités de prestations au forfait (CAGR de 17,9 %), à la suite de l'intégration de l'activité Harvest Sophia (anciennement Issos). L'activité de formation a un CAGR de 10,4 % sur la période, tandis que la maintenance est légèrement inférieure à celle de l'ensemble de la Société, à 7,6 % (contre 8,1 %).



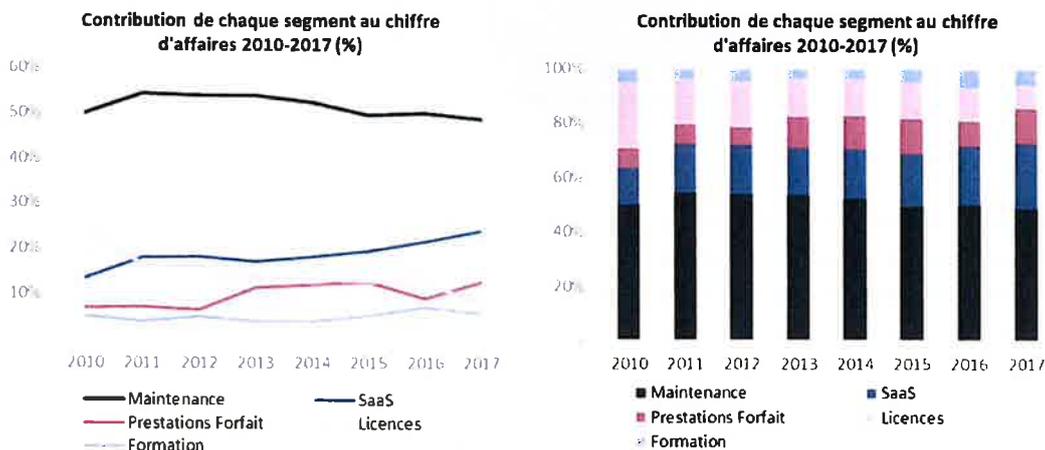
En termes de contribution des segments au chiffre d'affaires, on peut observer une diminution des segments « Maintenance » (passant d'un plus haut à 54 % en 2011-2012 à moins de 49 % en 2017) et, plus significativement, du segment « Licences » (représentant plus de 24% du CA en 2010 mais seulement 8,6 % en 2017). Le segment « Formation » est relativement stable sur la période, représentant en 2010 comme en 2017 environ 5 % à 6 % du CA, malgré une croissance relativement élevée en 2015 et 2016.

Le segment des prestations au forfait est en croissance sur la période, passant de 7 % du CA 2010 à environ 13 % en 2017 avec une forte augmentation en 2013 (+118 %), du fait de l'intégration de l'activité d'Harvest Sophia (ex Issos, acquise en 2012). L'augmentation du CA de l'activité « Prestations » en 2017 s'inscrit notamment dans la dynamique du succès commercial d'O2S, solution qui commence à être déployée sur une nouvelle cible de grands comptes (banques privées, sociétés de gestion), générant des besoins accrus en prestations d'intégration.

⁹ CAGR: Compound Annual Growth Rate.

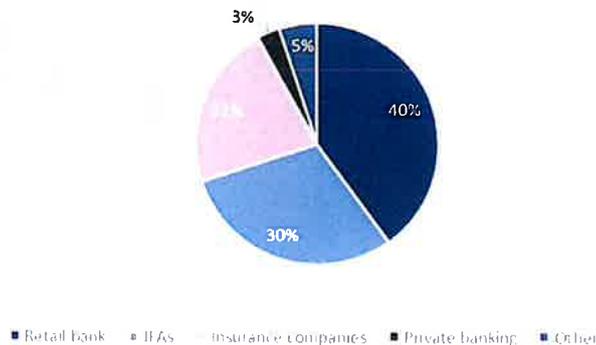


L'activité SaaS est quant à elle en forte augmentation sur la période en termes de chiffre d'affaires, passant de 13,6 % du CA en 2010 à 24 % en 2017. En 2017, portés par le développement d'O2S, les revenus SaaS ont crû de 16,5 %. La part de ce segment dans le CA total est appelée à augmenter à l'avenir, avec la dynamique d'O2S et la montée en puissance de MoneyPitch.



La majorité des clients sont constitués par les banques de détail et les IFAs (70 % du chiffre d'affaires du Groupe). Les sociétés d'assurance représentent elles aussi une part significative des revenus à plus de 20 % du CA total. Les activités de *private banking* et les autres activités représentent moins de 10 % du chiffre d'affaires.

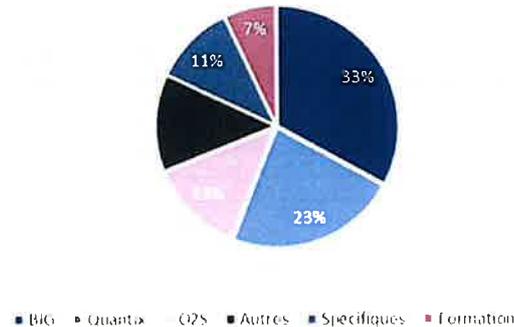
Répartition du CA 2017 par type de client





BIG reste le produit phare de Harvest, contribuant pour près d'un tiers au CA global. BIG, Quantix et O2S contribuent pour près de 70 % au CA d'Harvest.

Répartition du CA 2017 par lignes de produits



La croissance sur la période 2015-2018 varie largement selon le type de produits considérés :

- Sur les segments des produits historiques, BIG et Quantix ont connu une croissance modérée, avec un CAGR de respectivement 2,6 % et 2,3 %, contrairement à VIC, ClickImpôts et les autres produits qui ont connu un CAGR sur la période de respectivement 10,2 %, 5,4 % et 9,1 % ;
- O2S IFA a bénéficié d'une croissance élevée, avec un CAGR de 17,7% sur la période. O2S Business Link (sur le marché depuis 2017) et O2S Banques (opérationnel depuis 2018) ont par ailleurs participé à la croissance avec un CA 2018e de 0,8 m€ ;
- MoneyPitch, encore en cours de développement, n'a pas généré de revenus significatifs ;
- Les revenus « spécifiques » générés par Quantix, VIC et O2S Banques ont quant à eux crû de 5,6 %.

3.2 Analyse historique de comptes publiés

L'exercice social de Harvest commence le 1^{er} janvier et se termine le 31 décembre. Les derniers comptes annuels publiés sont ceux de l'exercice clos le 31 décembre 2017. Depuis, la Société a publié le 25 octobre 2018 ses comptes semestriels arrêtés au 30 juin 2018. Parallèlement, des comptes estimatifs non-audités au 31 décembre 2018 nous ont été communiqués.

Les comptes sont établis conformément aux normes comptables françaises selon les dispositions du règlement ANC n°2016-07 du 4 novembre 2016 (French GAAP).

3.2.1 COMPTE DE RESULTAT

Comme indiqué dans le tableau ci-après retraçant les comptes de résultats Harvest depuis fin 2016, le chiffre d'affaires a évolué de 24,5 m€ pour l'exercice clos le 31 décembre 2016, à 25,8 m€ pour l'exercice clos le 31 décembre 2017 avec un niveau estimé à 28,4 m€ dans les comptes estimatifs non audités à fin décembre 2018. Il est constitué pour un tiers de vente de biens et pour deux tiers de vente de services. Les autres produits d'exploitation sont principalement constitués de reprises de provisions.

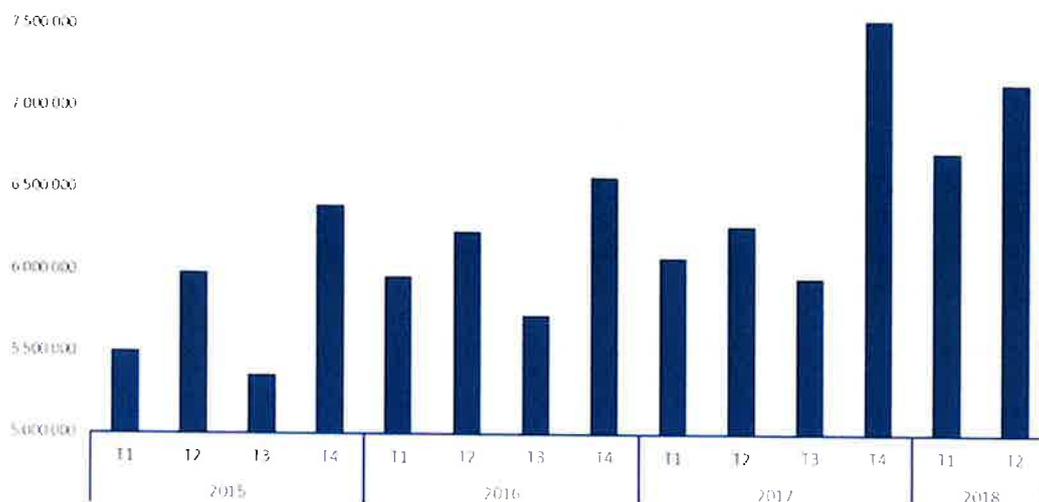


Harvest - Compte de résultat (m€)	31-déc-16 12 mois	30-juin-17 6 mois	31-déc-17 12 mois	30-juin-18 6 mois	30-juin-18 annualisé	31-déc-18 estimé
Chiffre d'affaires	24,5	12,4	25,8	13,9	27,4	28,4
Variation (%)		-	5,5%	12,2%	5,9%	10,1%
Autres produits d'exploitation	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1
Frais de personnel	(15,3)	(8,6)	(16,2)	(8,9)	(16,5)	(17,4)
Participation ⁽¹⁾	(0,5)	-	(0,4)	(0,0)	(0,4)	(0,7)
Frais de personnel en % du CA	-64,3%	-69,9%	-64,1%	-64,5%	-61,7%	-63,5%
Variations de stocks	(0,0)	0,0	(0,0)	0,0	0,0	0,0
Autres achats et charges externes	(3,6)	(2,2)	(4,2)	(2,6)	(4,7)	(5,6)
Impôts et taxes	(0,8)	(0,4)	(0,8)	(0,5)	(0,9)	(1,0)
Autres charges d'exploitation	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,1)
Excédent brut d'exploitation	4,4	1,2	4,4	1,9	5,1	3,9
Dotations aux provisions	-	-	-	-	-	-
EBITDA	4,4	1,2	4,4	1,9	5,1	3,9
en % du CA	18,1%	9,7%	16,9%	13,6%	18,5%	13,6%
Dotation aux amortissements	(0,5)	(0,3)	(0,5)	(0,2)	(0,4)	(0,5)
Résultat d'exploitation / EBIT	3,9	0,9	3,9	1,7	4,6	3,4
Résultat financier	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1
dont intérêts et charges assimilées	(0,0)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat courant avant impôt	4,0	0,9	3,9	1,7	4,7	3,4
Impôts sur les bénéfices	(0,5)	(0,1)	(0,3)	(0,4)	(0,6)	(0,9)
Taux d'impôt	(12,9)%	(12,3)%	(9,4)%	(22,8)%	(13,7)%	(17,6)%
Résultat exceptionnel	(0,0)	(0,0)	(0,3)	(0,2)	(0,5)	1,5
Résultat net	3,5	0,8	3,2	1,2	3,6	4,1

(1) Dans les comptes publiés par la Société la participation est présentée, classiquement, en bas du compte de résultat. Dans notre analyse, nous la réintégrons en charge de personnel.

Historiquement, le chiffre d'affaires est assez cyclique avec des 1^{er} et 3^{es} trimestres peu dynamiques et des 4^{es} trimestres générant des revenus élevés du fait d'une facturation des abonnements annuels (maintenance, licences SaaS, ...).

Evolution trimestrielle du chiffre d'affaires sur 2015-2018 en €



Nous constatons une baisse de la marge d'EBITDA sur la période qui passe de 18,1 % en 2016 à 16,9 % en 2017 puis à 13,6 % pour l'arrêté estimatif 2018. Cette diminution est principalement due à l'augmentation du poste « Autres achats et charges externes » qui représente 19,7 % du CA 2018, 16,3 % du CA 2017 contre 14,7 % du CA 2016.



Ces hausses sont liées à :

- une augmentation significative du poste « sous-traitance » entre l'exercice 2016 et 2017 qui passe de 682 k€ à 956 k€ avec l'achat de flux de données auprès de la société Sixt pour une de ses solutions, et d'API¹⁰ auprès des sociétés Budget Insight et Moneythor pour une autre application ;
- une augmentation du poste « Rémunérations d'intermédiaires et honoraires (hors rétrocessions) » qui passe de 738 k€ en 2016 à 883 k€ en 2017, puis à 1,6 m€ fin 2018. Au-delà des hausses liées structurellement à la croissance de l'activité (frais d'hébergement par exemple), nous considérons cette dernière évolution comme partiellement liée à l'opération en cours et donc non récurrente. Une partie de ce poste correspond aux frais de cotation sur le marché Euronext Growth.
- Nous notons également en 2018 une hausse des charges de location immobilière, cohérente avec la cession du siège mais limitée par la période de gratuité négociée.

Le poste charges de personnel présente une croissance régulière (CAGR de 6,7 % sur la période) corrélée avec celle du chiffre d'affaires (CAGR de 7,8% sur la période).

Les autres postes de charges opérationnelles évoluent de manière semblable à celle du chiffre d'affaires, tant sur les exercices annuels que semestriels.

Les dépenses de R&D¹¹ ne sont pas capitalisées. Ainsi, la part des charges de personnel liées aux ingénieurs de développement, aux ingénieurs qualité, aux concepteurs fonctionnels, aux chefs de projet de la Société sont prises en compte au niveau de l'EBITDA.

Du fait des éléments évoqués ci-dessus, l'EBITDA observable dans les comptes ne peut pas être considéré comme normatif (prise en compte des charges liées au développement de MoneyPitch et d'éléments non récurrents notamment). Les rapports de *due diligence* estiment une marge d'EBITDA 2018 normative au sens IFRS et hors capitalisation de la R&D de l'ordre de 25 % (contre 13,6 % estimé dans l'arrêté des comptes 2018).

Le niveau de charges financières comptabilisé au compte de résultat est peu significatif du fait d'un faible endettement composé en partie d'un prêt à taux zéro pour l'innovation.

La participation¹² des salariés diminue légèrement de 1,8 % du CA annuel 2016 à 1,5 % du CA annuel 2017, ainsi que le taux effectif d'impôt sur les bénéfices¹³ (de 11 % du RCAI¹⁴ à 8 % du RCAI). La participation des salariés devrait augmenter significativement en 2018 pour atteindre 2,5 % du CA.

Au cours de l'exercice 2017, la Société a réalisé un résultat net de 3,2 m€, contre 3,5 m€ en 2016 (soit respectivement 12,5 % et 14,1 % du chiffre d'affaires). En 2018, nous estimons le résultat net attendu à 4,1¹⁵ m€, mais ce dernier est impacté positivement par des éléments exceptionnels et non-récurrents (cession du siège, contrat de liquidité et un montant de crédit impôt recherche élevé du fait du développement en cours de MoneyPitch).

¹⁰ Application Programming Interface.

¹¹ Recherche et Développement.

¹² Que nous retraitions comme une charge de personnel supra.

¹³ Après prise en compte des crédits impôt recherche dont bénéficie la Société.

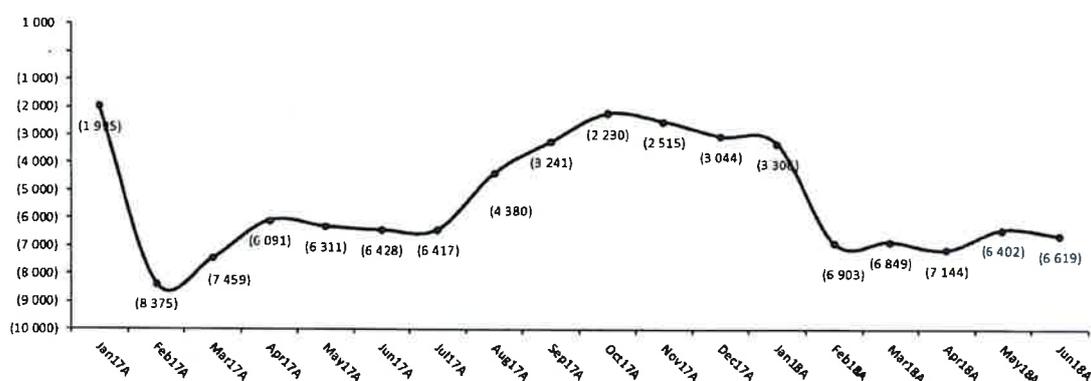
¹⁴ Revenu Courant Avant Impôts.

¹⁵ Après estimations des éléments non connus à la date de réalisation du projet qui nous a été fourni, soit l'impôt sur les sociétés, la participation des salariés, le montant du CIR, et le forfait social.

3.2.2 STRUCTURE FINANCIERE

L'actif du bilan fonctionnel de la société est principalement constitué :

- de fonds commerciaux pour 5,6 m€, : mali de fusion pour O2S et Aspara (respectivement pour 1,4 m€ et 3,9 m€), éléments acquis du fonds de commerce Quantix Finances (181 k€) et l'ancien fonds de commerce de Sophia (152 k€) ;
- d'immobilisations financières pour 4,1 m€ en 2017 (4,2 m€ en 2018) contre 0,7 m€ en 2016, composées principalement des actions de la Société acquises dans le cadre d'un programme de rachat d'actions ;
- d'un EFR¹⁶ qui représente 1,8 m€ au 31 décembre 2017 contre 0,6 m€ en l'année précédente. L'évolution de ce dernier montre une saisonnalité marquée avec un pic d'octobre à janvier et un point bas en février. L'amélioration de l'excédent en fonds de roulement est principalement liée à la réduction du poste « Créances clients et comptes rattachés » qui passe de 49 jours de chiffre d'affaires au 31 décembre 2016 à 41 jours en 2017. Fin 2018, le BFR devrait être nul principalement en raison d'une forte augmentation du poste « Clients et comptes rattachés », qui passerait de 3,5 m€ à 6,0 m€, soit une augmentation de 73 %, expliquée par le management par un retard de facturation des prestations de maintenance 2019.



Harvest - bilan fonctionnel actif (m€)	31-déc.-16 12 mois	30-juin-17 6 mois	31-déc.-17 12 mois	30-juin-18 6 mois	30-juin-18 annualisé	31-déc.-18 estimé
Immobilisations d'exploitation	8,8	8,8	8,9	9,0	9,0	7,5
BFR	(0,6)	(5,4)	(1,8)	(6,4)	(6,4)	0,0
en % du CA	-2,6%	ns	-7,1%	ns	-23,5%	0,1%
Actif d'exploitation	8,2	3,4	7,1	2,6	2,6	7,6
Immobilisations financières	0,7	4,1	4,1	4,3	4,3	4,2
Actif hors exploitation	0,7	4,1	4,1	4,3	4,3	4,2
Actif économique	8,9	7,5	11,2	6,9	6,9	11,8

S'agissant des ressources de la Société, ses capitaux propres connaissent une hausse constante liée aux profits réalisés (taux de croissance de 8 % sur 2016-2017 et CAGR de 9,2 % sur 2016-2018).

L'endettement financier a progressé entre 2016 (2,2 m€) et 2017 (3,7 m€) et se composait de :

- un PTZI (prêt à taux zéro pour l'innovation) de BPI France souscrit en 2014 pour 990 k€, sur une durée de 6 ans, pour un capital restant dû au 31 décembre 2017 de 747 k€ ;
- un tirage ponctuel sur une ligne de crédit de 3 m€ ouverte d'août 2017 à juillet 2018, destinée à financer les rachats d'actions en propre sans mobiliser la trésorerie placée dans des comptes à terme plus rémunérateurs que les placements actuels, sans risque.

¹⁶ Besoin en Fonds de Roulement ou excédent de fonds de roulement (EFR) lorsque celui-ci est négatif.



L'emprunt de 3 m€ a été remboursé pendant l'exercice 2018, ramenant l'endettement financier du groupe au niveau du seul PTZI, soit 0,5 m€.

La trésorerie ressort assez stable sur 2016 (8,1 m€) et 2017 (8,4 m€) et se réduit à 6,3 m€ à fin 2018 du fait du remboursement de prêt évoqué supra.

Par ailleurs, la société a cédé son siège social en novembre 2018. Cette opération devrait générer sur le dernier trimestre un flux de trésorerie positif de 4 m€ et une plus-value comptable d'environ 1,6 m€.

Finalement, les capitaux engagés se stabilisent à fin 2018 après la hausse observée à fin 2017.

Harvest - bilan fonctionnel-passif (m€)	31-déc.-16 12 mois	30-juin-17 6 mois	31-déc.-17 12 mois	30-juin-18 6 mois	30-juin-18 annualisé	31-déc.-18 estime
Capitaux propres	14,7	14,0	15,9	15,4	17,9	17,6
Provisions	-	-	-	-	-	-
Endettement financier	2,2	0,9	3,7	0,6	0,6	0,5
Trésorerie et équivalents de trésorerie	(8,1)	(7,3)	(8,4)	(9,1)	(11,6)	(6,4)
Endettement net	(5,8)	(6,4)	(4,7)	(8,5)	(11,0)	(5,9)
Capitaux engagés	8,9	7,5	11,2	6,9	6,9	11,8

3.3 Analyse du plan d'affaires

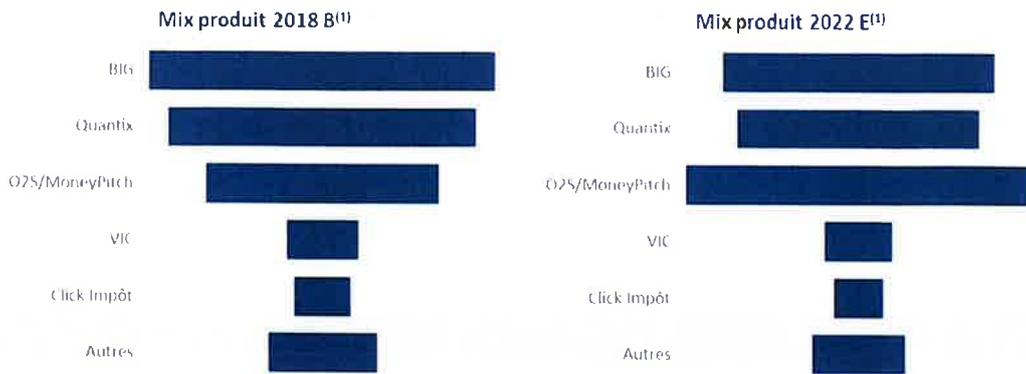
Le processus concurrentiel d'enchères ayant mené à la cession du bloc majoritaire s'est structuré autour de trois principaux documents :

- une *Vendor Due Diligence* (VDD), datée du 2 novembre 2018 et produite par le cabinet Eight Advisory, qui analyse les performances historiques de la Société, établit des agrégats 2015 - 2018 normatifs et détaille un business plan 2018 – 2022 volontariste (plan d'affaires vendeur) ;
- une *Due Diligence* stratégique, datée du 3 décembre 2018 et produite par un cabinet spécialisé, qui analyse l'évolution des marchés sur lesquels évolue la Société et son positionnement pour permettre la construction d'un nouveau jeu de prévisions de chiffre d'affaires par ligne de produits ;
- une *Due Diligence* financière, datée du 17 décembre 2018 et produite par un cabinet spécialisé, qui reprend les travaux de Eight Advisory et propose une série d'ajustements complémentaires sur les agrégats normatifs.

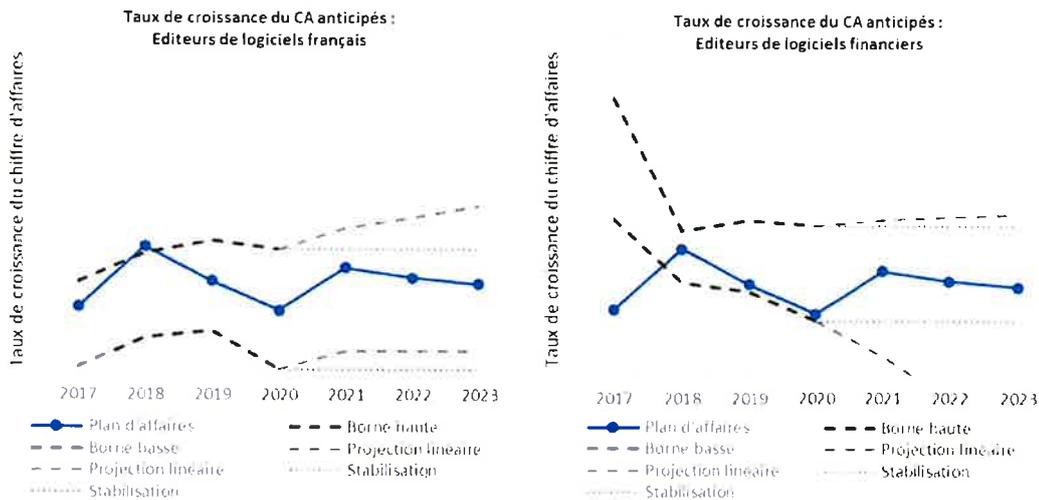
Le plan d'affaires retenu dans le cadre de nos travaux est celui qui a été utilisé pour déterminer le prix de cession du bloc majoritaire dans la mesure où il permet la prise en compte de la vision la plus récente et la plus complète des perspectives de croissance de la Société, basées sur les analyses de la *due diligence* stratégique.

3.3.1 REVENUS

Le plan d'affaires proposé par l'Initiateur s'appuie sur les projections du *base case* de la *due diligence* stratégique et se caractérise par une progression du chiffre d'affaires soutenue, entraînée principalement par la croissance des ventes de la solution O2S/MoneyPitch. Parallèlement, des hypothèses prudentes sont retenues pour les produits BIG (croissance égale aux projections d'inflation) et Quantix (croissance estimée proche de celle de l'économie).



L'analyse sectorielle¹⁷ montre une croissance évoluant dans la fourchette attendue s'agissant de l'échantillon des éditeurs de logiciels français. La contextualisation par le prisme des éditeurs de logiciels financiers internationaux montre une croissance attendue également dans la fourchette.



3.3.2 MARGES D'EBITDA

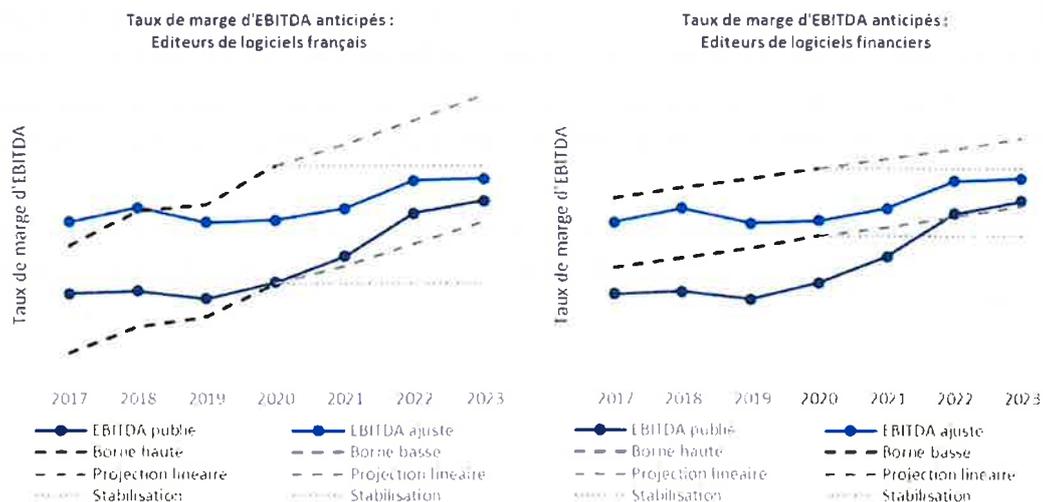
Le plan d'affaires retient une croissance de l'EBITDA French GAAP de l'ordre de 10% par an pour une cible de taux de marge fixée à 25 % (contre 17 % anticipés à fin 2018). Le plan propose également un EBITDA ajusté sur le modèle des travaux de normalisation IFRS réalisés par les *due diligences* qui, notamment, capitalisent les frais de R&D liés au développement du logiciel MoneyPitch, la marge d'EBITDA ainsi ajustée ressort à 24 % en 2018 pour une cible horizon 2023 de 26,5 %.

S'agissant de marges d'EBITDA, l'analyse sectorielle est présentée à titre indicatif. En effet, les divergences d'options en matière d'activation des frais de R&D ne permettent pas le calcul d'agrégats suffisamment homogènes pour assurer une comparaison pertinente.

¹⁷ Comparaison des prévisions du plan d'affaire avec les intervalles de confiance statistique à 90% de la moyenne observée sur les échantillons de comparables boursiers utilisés dans les méthodes d'évaluation et décrits § 4.3.4.2, pour l'horizon de prévision disponible (2018-2020). La période 2021-2023 est simulée selon deux scénarios : une tendance linéaire s'appuyant sur 2018-2020 et une stabilisation à la valeur anticipée en 2020.



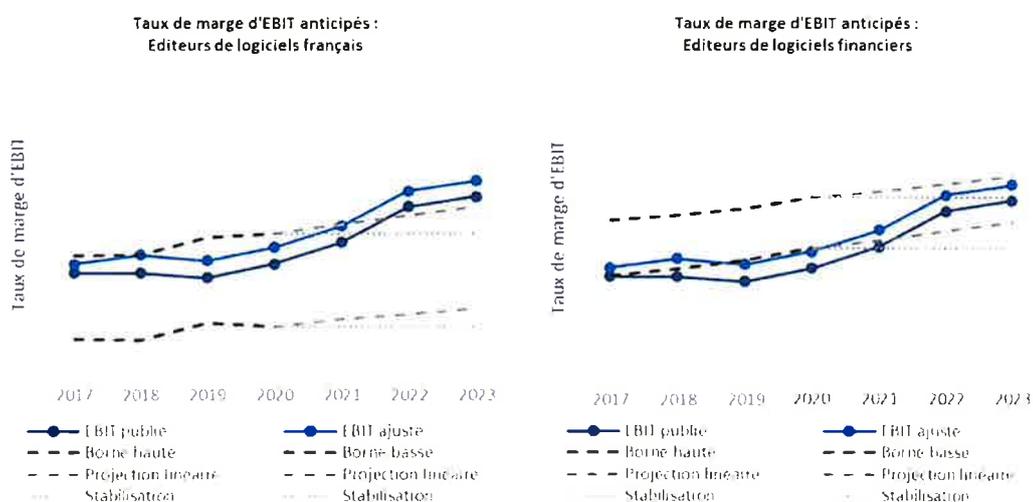
Nous considérons de ce fait que les niveaux de marge d'EBITDA sectoriels sont biaisés à la hausse au regard des taux de marge d'EBITDA présentés dans le plan d'affaires, même en basant la comparaison sur le taux de marge de l'EBITDA ajusté, comme dans les graphiques ci-dessous, celui-ci ne tenant compte que des frais liés au développement de *MoneyPitch*.



En dépit des biais décrit supra, cette analyse fait ressortir un taux de marge d'EBITDA ajusté cible cohérent avec les deux échantillons de référence.

3.3.3 MARGES D'EBIT

Afin de réaliser une comparaison sectorielle homogène, nous retenons les taux de marge d'EBIT intégrant des dotations aux amortissements au titre des frais de R&D capitalisés que nous considérons plus pertinents.



L'analyse montre que les taux de marge d'EBIT¹⁸ anticipés dans le plan d'affaires ressortent haut de fourchette si on les compare à l'intervalle de confiance des taux de marges moyens calculé pour les éditeurs de logiciels

¹⁸ L'EBIT publié est celui calculé sur le modèle des comptes Harvest, l'EBIT ajusté reprend le retraitement de normalisation IFRS proposés dans les due diligences, sans capitalisation de la R&D, les amortissements anticipés n'intégrant pas de dotation à ce titre.



français et plutôt bas de fourchette avec une cible long terme haut de fourchette si on les compare à l'intervalle de confiance du taux de marge moyen des éditeurs de logiciels financiers internationaux.

3.3.4 AUTRES ELEMENTS

Du fait de l'absence d'immobilisation des coûts de R&D, le niveau d'investissements projeté est modéré et constitué principalement d'achats de logiciels et de matériel de bureau. Il est estimé à 2 % du chiffre d'affaires.

Le besoin en fonds roulement est structurellement négatif du fait de la facturation des prestations de maintenance et des abonnements en début d'année et estimé à un niveau compris entre 9 % et 12 % du chiffre d'affaires.

Nous avons par ailleurs tenu compte des crédits d'impôt recherche (CIR) et innovation (CII) récurrents modélisés à partir des crédits d'impôt obtenus par la Société depuis l'exercice 2011, date de la réduction du taux du CIR (qui passe de 40% des montants éligibles à 30%).

4. TRAVAUX D'ÉVALUATION

4.1 Données financières servant de base aux méthodes d'évaluation

4.1.1 NOMBRE DE TITRES

À la date de l'annonce de l'opération, le capital de la Société se compose d'un total de 1 406 044 actions ordinaires. Le nombre d'actions d'auto-détention à cette même date s'établit à 72 892 titres.

Par ailleurs, l'Assemblée Générale Extraordinaire du 11 mai 2017 dans sa 11^{ème} résolution, avait autorisé le conseil d'administration de la Société à procéder, en une ou plusieurs fois, à l'attribution gratuite d'actions ordinaires de la Société, à émettre ou existantes, au profit des membres du personnel salarié ou de dirigeants mandataires sociaux dans la limite de 3 % du capital de la Société. Au 14 décembre 2018, le nombre d'actions à créer dans le cadre de ce plan s'élève à 16 400 actions.

Ainsi, pour l'estimation de la valeur d'une action Harvest, nous retenons un nombre d'actions dilué égal à 1 349 552, ajusté de l'auto-détention et des actions gratuites, sur la base des données figurant dans le tableau ci-après.

Nombre de titres de référence (k)	14-déc.-18
Nombre d'actions composant le capital	1 406,0
Actions autodétenues	(72,9)
Actions issues de l'exercice potentiel des AGA	16,4
Total	1 349,6

4.1.2 PASSAGE DE LA VALEUR D'ENTREPRISE A LA VALEUR DES FONDS PROPRES

La position financière nette au 31 décembre 2018 s'établit à **5,9 m€** sur la base de l'arrêté de comptes non audité préparé par le management.

Eléments de passage de la VE à la VCP (m€)	31-déc.-18
Dette financière	(0,5)
Disponibilités et équivalents	6,4
Position financière nette	5,9
Provisions pour retraites	(1,3)
Normalisation de l'EFR	2,5
Autres éléments	1,2
Total	7,1

Nous avons ajusté cette position financière nette d'un montant total de 1,2 m€ qui se décompose en :

- un passif hors bilan de provisions pour retraites estimé à 1,8 m€ dans l'arrêté semestriel au 30 juin 2018, ajusté l'économie d'impôt sur les sociétés au taux cible de 25,8 % ;
- un ajustement de 2,5 m€ permettant de tenir compte du niveau exceptionnellement élevé du BFR à fin 2018 du fait d'un retard de facturation des prestations concernant l'année 2019, non pris en compte dans les hypothèses de calcul de la première variation de BFR projetée dans le plan d'affaires.

Harvest - Ajustement du BFR	31-déc.-15	31-déc.-16	31-déc.-17	31-déc.-18
k€				
BFR ⁽¹⁾	(2 088)	(1 970)	(3 044)	15
Chiffre d'affaires	23 456	24 499	25 847	28 448
BFR/CA	(8,9%)	(8,0%)	(11,8%)	0,1%
BFR théorique (BFR/CA médian 2015-2017)	(2 088)	(2 181)	(2 301)	(2 532)
Ecart	-	(211)	743	(2 548)

(1) Issu de la VDD Eight Advisory à l'exception du montant à fin 2018 estimé à partir de l'arrêté des comptes non audité



4.2 Méthodes ou références non retenues

4.2.1 ACTIF NET

La prise en compte de l'actif net comptable n'est appropriée que dans l'hypothèse où les valeurs comptables des actifs et des passifs sont identiques à leurs valeurs vénales, pour autant que l'arrêté de compte soit suffisamment proche de la date d'évaluation et/ou que l'évaluation séparée desdits actifs et passifs soit préférable à une évaluation globale fondée sur la combinaison des facteurs de production.

En l'espèce, les actifs de la Société ne sont pas comptabilisés en valeur de marché, la méthode n'est pas applicable.

Pour mémoire, notre estimation des capitaux propres part du groupe au 31 décembre 2018 s'établi à 17 621 k€, soit 13,98 € par action après prise en compte des ajustements de l'EFR¹⁹ et des provisions pour retraites.

Harvest - Actif net comptable ajusté (k€ sauf mention)	31-déc.-18
Capitaux propres	17 621
Ajustements de la position financière nette :	
Normalisation de l'EFR	2 548
Provisions pour retraites	(1 303)
ANC	18 865
Nombre d'action (en milliers)	1 350
ANC (€ par action)	13,98 €

Cette référence de valeur fait apparaître une prime de plus de 500% par rapport au prix d'Offre.

4.2.2 VALEUR MATHEMATIQUE, ANR OU SOMME DES PARTIES

La Société ne détient pas d'actifs dont il serait préférable d'estimer individuellement la valeur plutôt que globalement dans l'hypothèse de leur combinaison avec les autres facteurs de production. Par conséquent, la méthode de « l'actif net réévalué », ou le calcul de la « valeur mathématique » telle que défini par l'administration fiscale, ne seront pas mis en œuvre, l'évaluation de la Société consistant essentiellement dans la détermination de la valeur de marché de son goodwill, ce qui sera établi par la méthode du DCF.

4.2.3 METHODES BASEES SUR LE DIVIDENDE

Nous envisagerons ici deux méthodes basées exclusivement sur le dividende. La première consiste à déterminer la valeur d'une entreprise par capitalisation du bénéfice distribué, la seconde se fondant sur l'actualisation des dividendes prévisionnels.

La méthode du rendement est un multiple inversé basé sur le dividende. Elle suppose i) que l'historique du dividende présente un certain pouvoir prédictif quant aux capacités bénéficiaires futures des sociétés et ii) une certaine homogénéité des taux de distribution au sein des sociétés comparables.

S'agissant de la méthode de l'actualisation des dividendes, laquelle peut sembler plus fine que la précédente, sa principale limite réside dans la difficulté à justifier une distribution sous-optimale des cash flows libres pour l'actionnaire et de positionner à un horizon plutôt qu'à un autre le moment de la distribution des excédents de trésorerie ainsi accumulés.

Nous préférons aux deux approches mentionnées supra, notamment en cas de retrait obligatoire, le modèle DCF qui lie le coût du capital à la capacité distributive totale des sociétés.

¹⁹ Excédent de fonds de roulement.



4.2.4 OBJECTIFS DE COURS DES ANALYSTES FINANCIERS

À notre connaissance, la Société n'est suivie que par deux analystes financiers.

- Le premier, **IDMidCap**, envisage un objectif cours de 105 € qui n'a pas été mis à jour depuis mars 2018 date à laquelle la Société avait atteint son plus haut cours historique (90 € le 26 février). Cet objectif s'appuie sur un business plan anticipant une croissance du chiffre d'affaires plus volontariste que celle retenue par l'Initiateur (+10,5% contre +6,7%), et un objectif de taux de marge quasi identique à celui du plan d'affaires (22,6 % en 2023 pour IDMidCap, contre 22,7 % pour l'Initiateur). L'analyste identifie bien le risque d'exécution, lié au développement de MoneyPitch présenté comme le principal relais de croissance, ainsi que celui induit par la petite taille de la Société. Il en tient compte dans son taux d'actualisation, qui passe ainsi de 5 % à un niveau ajusté de 9 %. Nous considérons toutefois que la prime additionnelle pour risque d'exécution retenue est sous-dimensionnée, celle-ci correspondant, d'après nos estimations, à la prise en compte du seul surcroît de risque de défaut lié à la taille sans prendre en compte la prime venant compenser le niveau d'optimisme moyen observé sur le marché (que nous estimons à 190 points de base à fin 2018)²⁰. A titre indicatif, l'application de notre taux d'actualisation aux flux IDMidCap aurait ramené l'objectif de cours à 80,8 €.
- Le second, **Euroland Finance**, indique un objectif de cours de 97€. Nous relevons cependant une forte volatilité de cet objectif sur l'année 2018, notamment depuis un changement de recommandation à « accumuler » début mars 2018, période coïncidant avec un plus haut boursier du titre Harvest. Cet objectif de cours s'appuie sur un DCF basé sur des projections significativement plus optimistes que celles retenues par le management, en termes de croissance de chiffre d'affaires (CAGR 2018-2020 de 10,1 % contre 6,7 % dans le plan d'affaires) et de taux de marge d'EBIT²¹. En l'absence d'information sur le taux d'actualisation utilisé, nous ne pouvons pas vérifier que le caractère volontariste de ces prévisions a bien été pris en compte dans l'appréciation de l'objectif de cours.

S'agissant de cette référence de valorisation, nous considérons que ces objectifs de cours intègrent pleinement le bénéfice du potentiel de croissance lié au développement de MoneyPitch mais ne tiennent pas suffisamment compte du risque d'exécution lié au lancement de la nouvelle plateforme. De plus, elles ont été réalisées durant le 1^{er} trimestre de 2018, et ont pu être influencées par l'évolution du cours de bourse, qui a corrigé d'un peu moins de 20 % entre cette période et la date de l'annonce de l'opération. Compte tenu de ces éléments et du faible nombre d'analystes couvrant la valeur, nous ne retenons pas ces références dans notre approche multicritère de la valeur.

²⁰ L'analyste retient une prime additionnelle de 2,6%, égale à la prime SmallCap retenue dans nos travaux. Celui retient par ailleurs une prime de de risque au sens MEDAF de 5,48%, cohérente avec notre approche si nous additionnons notre prime de risque MEDAF, la prime de risque de défaut moyenne du marché et la prime AAA (5,48% à fin 2018). L'écart principal entre notre approche et celle d'IDMidCap se résume donc dans la prime de risque additionnelle pour biais optimiste moyenne du marché de 1,9% que nous retenons pour compenser le risque d'exécution du business plan.

²¹ 25% prévu en 2020, qui se compare à un taux de 15,9% dans le plan d'affaires (qui prend en compte les frais liés à la poursuite du développement de MoneyPitch) et une borne haute sectorielle de 23,1% chez les éditeurs de logiciels financiers.



4.3 Méthodes et références retenues

4.3.1 TRANSACTION PREALABLE A L'OFFRE

4.3.1.1 Processus de formation du prix de cession du bloc majoritaire

La cession du bloc majoritaire au prix de 85 € par action fait suite à un processus d'enchères ayant eu lieu de septembre à décembre 2018. Celui-ci s'est déroulé en deux phases :

- une première phase pendant laquelle plus d'une soixantaine d'investisseurs potentiels ont été contactés et plus d'une quarantaine, dont une majorité d'investisseurs financiers, ont signé un accord de confidentialité ;
- une seconde phase pendant laquelle trois candidats ont remis une lettre d'offre indicative ; parmi ceux-ci, deux ont été retenus qui ont mené des travaux de *due diligence* avancées qui ont conduit à la formation du prix de 85 €.

Il nous semble que cette acquisition de bloc constitue une transaction de référence en termes de valeur par action. En effet, elle implique les dirigeants fondateurs et des acteurs professionnels de l'investissement, porte sur une quote-part majoritaire du capital de la Société et a été réalisé à travers un large processus compétitif dans des conditions de concurrence normale qui a conduit à la fixation du prix d'Offre de 85 €, lequel intègre une prime de contrôle dont bénéficieront les actionnaires minoritaires d'Harvest.

Pour ces raisons, nous retenons cette transaction comme référence de valeur à titre principal dans le cadre de la présente Offre.

4.3.1.2 Analyse des accords connexes à la cession du bloc majoritaire

L'offre ferme d'acquisition des titres Harvest a pris la forme d'une *Put Option Letter* (Promesse d'Achat), signée par les parties le 15 décembre 2018, à laquelle étaient annexés des projets de *Share Purchase Agreement* décrivant les conditions de cessions des actions détenues directement ou indirectement par les Fondateurs, et un *Management Term Sheet* détaillant les conditions du réinvestissement proposé aux Fondateurs et aux Managers Cercle 1. Par ailleurs, Five Arrows, les Fondateurs et les Managers concernés signeront un Pacte d'associés régissant la gouvernance de Financière Winnipeg et les relations entre ses différents associés. Ce pacte, d'une durée de 20 ans, précise que les titres de Financière Winnipeg seront inaliénables pendant une durée de cinq ans pour les Fondateurs et de 10 ans pour les Managers, sauf en cas de sortie ou d'accord de Five Arrows.

Pour rappel, deux véhicules ont été créés pour réaliser l'Opération :

- Winnipeg Participations, Initiateur de l'Offre, portera les titres Harvest SA et Harvest Group acquis ;
- Financière Winnipeg détiendra 100 % des titres Winnipeg Participations et sera elle-même détenue par Five Arrows, les Fondateurs et les Managers Cercle 1.

Au moment de la cession du bloc majoritaire, Financière Winnipeg se portera acquéreur de la totalité des titres Harvest SA détenus directement par les Fondateurs. Parallèlement, une partie des titres Harvest Group, qui détient 57,4% du capital d'Harvest SA et 69,1% de ses droits de vote, ainsi que des titres Harvest détenus par les Managers Cercle 1 seront apportés à Financière Winnipeg. Les titres détenus par Financière Winnipeg seront immédiatement apportés à Winnipeg Participations.



Pour cet apport, les actions Harvest Group ont été valorisés 3,04€ par action, valeur que nous recoupons à partir de ses comptes au 30 juin 2018, après réévaluation au prix d'Offre des titres de participation Harvest détenus et ajustement de la dette financière nette :

Harvest Group - ANR k€	30-juin-18 12 mois
ANC	22 955
VNC des titres Harvest	9 918
Mali de fusion sur immobilisation financière	18 948
Nombre de titres Harvest détenus	807 026
Valeur du titre Harvest	85,00 €
Valeur réévaluée des titres Harvest détenus	68 597
Plus-value	39 731
ANR Harvest Group à fin juin 2018	62 685
Variation de la dette financière nette ⁽¹⁾	375
ANR Harvest Group estimé à fin décembre 2018	63 061
Nombre de titres Harvest Group	20 765 124
Valeur d'un titre Harvest Group	3,04 €

(1) Basée sur une projection de la dette financière à fin décembre 2018

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

- d'actions de préférence de catégorie 1 (ci-après les « 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 décrites ci-après ;
- d'actions de préférence de catégorie 2 (ci-après les « 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 (paliers successifs de taux de rendement interne de l'investissement réalisé par Five Arrows et multiple de sortie notamment). 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 action Financière Winnipeg (ci-après les « OC ») 0 coupon 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 seront automatiquement converties en cas d'évènement de défaut.

Les valeurs d'émissions des ADP 1 et 2 ainsi que le taux de rendement 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'intérêt 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.

En synthèse, nous relevons que :

- l'apport et la cession des titres Harvest Group ont été réalisés sur la base d'une valeur fixée par transparence avec le prix d'Offre ;
- le seul avantage des ADP 1 détenues par les Fondateurs par rapport aux actions ordinaires (AO) détenues par Five Arrows réside dans le mécanisme d'anti-dilution, avantage dont la valeur a été traduite par un prix d'émission plus élevé de 0,05 €, validée par le cabinet Accuracy ;

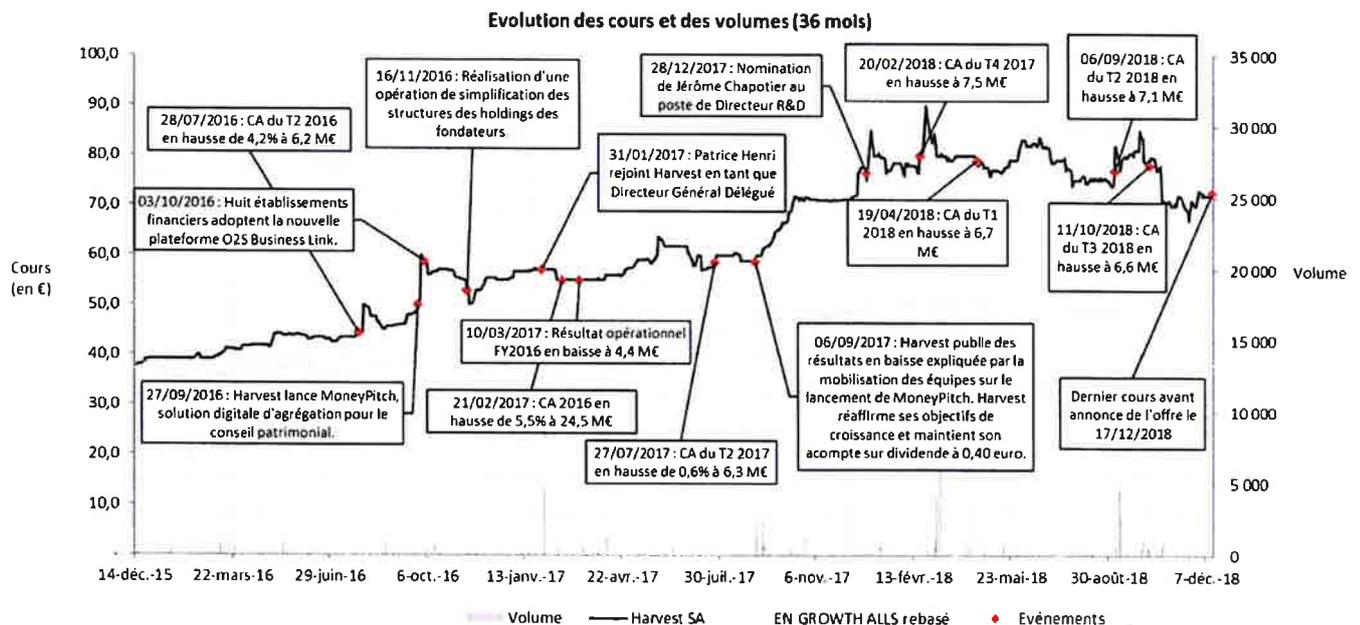


- les intérêts des Fondateurs dans Financière Winnipeg sont alignés avec ceux de Five Arrows, dans la mesure où la répartition entre les différentes natures de titres est égale : avant attribution des ADP 2, les Fondateurs, qui réinvestissent 23,5 % de leur produit de cession d'Harvest (directement et indirectement) détiennent, en cas de réussite de l'Offre et mise en œuvre du retrait obligatoire, 23,3 % des instruments de capital et 23,3 % des instruments de dette (OC), de son côté Five Arrows détient 72,3 % des instruments de capital et 72,1 % des instruments de dette ;
- les Fondateurs ne disposent pas d'ADP 2, qui permettent, en cas d'atteinte des objectifs de performance, de capter une partie de la plus-value réalisée par l'investisseur au moment de sa sortie ;
- les titres Financière Winnipeg des Fondateurs sont inaliénables pendant une période relativement longue de 5 ans et ne bénéficient d'aucun mécanisme de liquidité à un prix garanti ;
- la rémunération prévue des Fondateurs, co-présidents de Financière Winnipeg est quasi équivalente à celle perçue en tant que dirigeants d'Harvest.

Compte tenu de l'ensemble de ces éléments, nous estimons que les accords conclus ne remettent pas en cause l'égalité de traitement entre les actionnaires.

4.3.2 COURS DE BOURSE

L'action Harvest (FR0010207795) a été introduite en bourse en juin 2005 sur le marché Alternext. Elle est actuellement cotée sur le marché *Growth* d'Euronext Paris (ex Alternext). Son évolution au cours des trois dernières années est retracée dans le graphique ci-après.



La valeur de l'action Harvest a presque doublé sur la période considérée (+95 % du 15 décembre 2015 au 14 décembre 2018) alors que, sur la même période, l'indice de référence retenu (Euronext *Growth all shares*) a stagné (+2 %).

L'évolution du cours d'Harvest sur la période peut être résumée de la manière suivante :

- Un premier « faux plat ascendant » jusqu'au 26 septembre 2016 (hausse de 35 % depuis le 15 décembre 2015, contre une hausse de 2 % pour l'indice) ;
- une première hausse durable significative du cours fin septembre 2016, à la date de l'annonce du lancement de MoneyPitch, immédiatement suivie de l'annonce de l'adoption de la plateforme O2S



business link par huit établissements financiers (hausse de 22 % du cours d'Harvest dans les 4 jours qui suivent l'annonce, mais dans un contexte des volumes échangés relativement faibles de 0,15 % du flottant) ;

- un pic de volumes échangés les 12 et 17 janvier 2017 (respectivement 3 % et 6 % du flottant) sans impact significatif sur le cours de bourse, suivi par l'annonce de la nomination de monsieur Patrice Henri en tant que directeur général délégué qui interviendra dans le cadre du développement commercial des offres dédiées à la digitalisation du conseil patrimonial, dont fait partie la nouvelle offre MoneyPitch ;
- une seconde hausse significative et durable (+22 %) peut être observée à partir du 6 septembre 2017, date la publication des résultats du premier semestre qui confirment : (i) la baisse des résultats à la suite des investissements en R&D réalisés dans le cadre de MoneyPitch et, (ii), le maintien des fortes perspectives de croissance pour le second semestre. Cette hausse intervient dans un contexte de volumes échangés plus significatifs que la première (plus de 7 % du flottant échangé sur la période du 6 septembre au 16 octobre) ;
- Une dernière hausse significative est observée fin décembre 2017. Elle coïncide avec le remplacement au poste de directeur de la R&D de monsieur Djaouad Chalabi par monsieur Jérôme Chapotier, responsable du projet MoneyPitch, (hausse du titre de +18 % entre le 15 décembre 2017 et le 2 janvier 2018, pour des volumes échangés représentant 0,6 % du flottant, en partie expliqués par le rachat des titres Harvest détenus par monsieur Djaouad Chalabi par les Dirigeants) ;
- un parcours plus volatil peut être observé sur l'année 2018 avec un cours de bourse qui réagit positivement aux annonces de hausse du chiffre d'affaires mais corrige assez rapidement ensuite. Une correction significative est observée fin octobre 2018, après l'annonce d'un chiffre d'affaires du T3 2018 en hausse, qui ramène le cours à son niveau de novembre 2017.

Plus globalement, les hausses significatives du cours d'Harvest observées sur la période récente semblent être corrélées aux annonces concernant le nouveau produit MoneyPitch, qui confirme ainsi être un axe stratégique vital au développement de la Société et reconnu comme tel par le marché.

La volatilité historique²² long terme du cours Harvest (19 %) ressort nettement inférieure à la moyenne des éditeurs de logiciels français (28 %) et à la moyenne des éditeurs de logiciels financiers (29 %). Sur la dernière année, cette volatilité tend toutefois à s'accroître (28 %) et à rattraper celle de ses homologues (28 % pour les éditeurs français et 33 % pour les éditeurs de logiciels financiers). Cette évolution est cohérente avec les perspectives liées au lancement de MoneyPitch, à la fois en termes de revenus potentiels et de risque pris par la Société.

Selon nos analyses, arrêtées au 14 décembre 2018, veille de l'annonce de l'opération, les caractéristiques de la cotation étaient les suivantes :

- une capitalisation de l'ordre de 102 m€ ;
- un flottant de l'ordre de 33 % ;
- une liquidité satisfaisante avec, sur les 12 derniers mois, 12 % du capital échangé soit 32 % du flottant ;
- une volatilité de l'ordre 28 %²³ sur 1 an, égale à la moyenne des éditeurs de logiciels français et inférieure à celle des éditeurs de logiciels financiers internationaux (33 %).

Ces éléments justifient la prise en compte du cours de bourse comme méthode d'évaluation à titre principal. Le tableau ci-dessous présente les résultats de nos calculs en fonction des différentes durées d'observation à compter du 14 décembre 2018, date de l'annonce de l'opération.

²² Volatilité à 5 ans, cf. Annexe 7.4.

²³ Cf. Annexe 7.4.



Prix et volume quotidien	Haut	Bas	Moyenne pondérée(1)	Volume échange	Volume moyen quotidien	% capital échangé	% flottant échangé	Jours de cotation
36 mois	92,00	37,12	62,10	455 236	591	33,33%	70,84%	100,00%
24 mois	92,00	55,00	69,00	332 965	650	24,68%	61,54%	100,00%
12 mois	92,00	67,00	78,45	162 519	637	12,19%	32,29%	100,00%
6 mois	85,00	67,00	76,81	68 141	520	5,11%	14,14%	100,00%
3 mois	85,00	67,00	74,98	33 372	513	2,50%	7,17%	100,00%
20 jours de bourse	73,50	67,00	68,98	11 500	575	0,86%	2,47%	100,00%
Spot	72,50	72,50	72,50	101	101	0,01%	0,02%	

(1) Cours moyens journaliers pondérés par les volumes, source : Euronext.

Dans le cadre de nos travaux, nous privilégions la moyenne des cours pondérée par les volumes, calculée sur les 20 derniers jours et les 3 derniers mois précédant l'annonce de l'opération, soit entre 68,98 € et 74,98 €. Durant cette période, le cours de bourse a varié entre 67 € et 85 €.

Par rapport aux cours moyen de référence de 68,98 € et 74,98 €, le prix offert de 85 € fait ressortir respectivement des primes de 23,2 % et 13,4 %. Ce même prix d'Offre comparé aux cours extrêmes relevés sur cette période conduit à des primes comprises entre 26,9 % et 0 %.

4.3.3 EVALUATION PAR LA METHODE DCF

L'utilisation de la méthode DCF nous paraît particulièrement adaptée pour évaluer la Société dans la mesure où elle permet de modéliser pleinement la montée en puissance anticipée dans les plans d'affaires.

4.3.3.1 Prévisions du plan d'affaires et flux normatif

Nos travaux sont basés sur les prévisions 2019-2023 du plan d'affaires analysé §3.2 supra et repris sans modification.

La valeur terminale retient :

- Un taux de croissance du chiffre d'affaires de 2,7 %, égal à l'anticipation d'inflation long terme de 1,9 %²⁴ augmentée de la croissance nécessaire pour faire converger de manière linéaire le taux de croissance prévu en 2023 (7,4 %) vers l'objectif de croissance à l'infini au terme d'une période de 5 ans ;
- Un taux de marge d'EBITDA cible de 24,6 % estimé à partir du taux de marge d'EBIT de 22,7 % anticipé dans le plan pour l'année 2023 et d'un ratio dotations aux amortissements sur chiffre d'affaires de 1,8 %, lui-même estimé à partir d'un ratio de surinvestissement par rapport aux amortissements de 103 %²⁵ ;
- Un taux d'impôt théorique, appliqué à l'EBIT, de 25,8 % issu de l'objectif fixé par le projet de loi de finance pour 2019 après prise en compte de la contribution sociale, ajusté d'une hypothèse de reconduction des crédits d'impôt recherche obtenus de manière récurrente par la Société. Après probabilisation du risque d'arrêt de la mesure ou de réduction du taux du crédit d'impôt, le taux d'IS normatif ajusté que nous appliquons ressort à 24,2 % ;
- Un montant d'investissements annuels de 0,8 m€, estimé à partir du ratio investissements sur chiffre d'affaires médian ressortant du plan d'affaires sur l'horizon 2016-2023., qui exclu la capitalisation de charges de R&D.

²⁴ Source : FMI, World Economic Outlook d'octobre 2018.

²⁵ Déduit du taux de croissance à l'infini et d'une durée d'amortissement des actifs estimée à 4 ans.

4.3.3.2 Taux d'actualisation

Le tableau ci-dessous présente le détail du calcul du taux d'actualisation.

Calcul des taux d'actualisation	30 novembre 2018, lissage sur 6 mois			
	Editeurs de logiciels français		Editeurs de logiciels financiers	
	Hors dette	Avec levier	Hors dette	Avec levier
Bêta de l'actif économique : β_U	0,91	0,91	1,06	1,06
Levier cible $L_e = DN / VFP$	-	(0,7%)	-	6,0%
Bêta avec levier : β_L	0,91	0,90	1,06	1,10
Taux sans risque	0,72%	0,72%	0,72%	0,72%
Prime de risque actions	7,38%	7,38%	7,38%	7,38%
Prime de risque MEDAF	4,32%	4,32%	4,32%	4,32%
Prime Small Cap	2,57%	2,57%	2,57%	2,57%
Ajustement du risque de défaut	0,13%	0,13%	0,13%	0,13%
Prime pour risque d'exécution	-	-	-	-
Coût des fonds propres	10,39%	10,37%	11,04%	11,24%
Coût de la dette avant IS : k_d		2,31%		2,31%
Charge d'intérêt après IS		1,71%		1,71%
Levier cible $L_{VE} = DN / VE$		(0,7%)		5,6%
CMPC	10,39%	10,37%	11,04%	10,71%

Méthodologie de détermination des taux d'actualisation :

- **Bêtas de l'actif économique** : moyenne pondérée par les R^2 des bêtas 3 ans désendettés observés sur les deux échantillons (détaillés en annexe 7.1). S'agissant de l'échantillon des éditeurs de logiciels financiers, nous avons retenu la borne basse de l'intervalle de confiance observé du fait de l'écart significatif observé entre la moyenne sectorielle d'une part, et le bêta de la société et son équivalent théorique d'autre part (cf. annexe 7.2).
- **Taux sans risque** : taux de rendement à 10 ans des emprunts d'État français²⁶.
- **Prime de risque actions** : surrentabilité calculée *ex-ante* par rapport au taux sans-risque demandée par les investisseurs pour l'indice SBF 120²⁷.
- **Prime de risque MEDAF** : part de la prime de risque action venant rémunérer le risque systématique au sens MEDAF²⁸ sur lequel s'applique le bêta. Nous considérons que l'écart entre la prime de risque actions calculée *ex-ante* et la prime de risque MEDAF est essentiellement constitué de primes de risques spécifiques venant couvrir l'investisseur contre le risque de défaut et le biais optimiste des prévisions.
- **Prime « Small cap »** : prime de risque permettant de tenir compte du risque supplémentaire (surcroît de risque de défaut et illiquidité notamment) lié à l'écart de taille entre la société évaluée et son marché de référence (ici le SBF 120)²⁹.
- **Ajustement du risque de défaut** : éventuelle prime de risque complémentaire appliquée si le risque de défaut de la société est significativement différent de celui des sociétés de taille comparable, déjà intégré à la prime *Small cap* (peu significatif au cas d'espèce).

²⁶ Source : Refinitiv (ex Thomson Reuters).

²⁷ Prime de risque déduite du TRI ex-ante calculé pour l'échantillon SBF 120, source : Fairness Finance.

²⁸ TRI du SBF 120 retraité du taux sans risque, de l'écart de rendement observé entre les obligations *corporate* notées AAA et les emprunts d'État et des primes pour biais optimiste et pour risque de défaut moyennes du marché, source : Fairness Finance.

²⁹ Écarts de rendement exigé entre les « Large cap » et les « Small cap », régressées sur un échantillon de l'ordre de 900 sociétés cotées dans la zone euro. Le niveau retenu correspond au niveau moyen théorique pour les sociétés d'une capitalisation boursière de 115 m€ (source : Fairness Finance).



Sur la base de ces éléments, le coût des fonds propres à endettement nul applicable à Harvest ressort compris entre **10,39 % et 11,04 %**.

Nous avons également retenu une hypothèse de convergence du levier financier de la société vers celui de ses comparables boursiers. Dans ce cadre, nous avons tenu compte du coût de la dette après impôt basé sur la régression statistiques des obligations *corporate* émises en euros à 5 ans pour un profil de risque équivalent à celui d'Harvest (note de risque crédit estimée à BB, cf. annexe 7.3)³⁰. Les coûts moyens pondérés du capital qui en résultent ressortent compris entre **10,37 % et 10,71 %**.

À la suite des analyses développées au §3.3 nous avons considéré le biais optimiste des flux prévus dans le plan d'affaires du même ordre de grandeur que celui observé pour le marché de référence.

4.3.3.3 Résultats de l'approche

Compte tenu de ce qui précède, nos calculs conduisent à une valeur d'entreprise (VE) résultant de l'actualisation des flux du plan d'affaires comprise dans une fourchette de valeurs centrales de 75,6 m€ à 79,0 m€. Après prise en compte des éléments de passage entre la VE et la valeur des capitaux propres (VCP), cette fourchette s'établit entre 82,7 m€ et 86,1 m€, soit entre 61,2 € et 63,8 € par action :

Actualisation des flux au taux du secteur des éditeurs de logiciels français :

Valeur des capitaux propres DCF	m€
Valeur présente des flux de trésorerie	21,0
Cash flow terminal	7,3
Valeur terminale	95,1
Valeur présente de la valeur terminale	58,1
Valeur d'entreprise	79,0
Position financière nette	5,9
Autres éléments	1,2
Valeur des capitaux propres	86,1
Nombre d'action (dilué, en milliers)	1 350
Valeur en € par action	63,83 €

Actualisation des flux au taux du secteur des éditeurs de logiciels financiers :

Valeur des capitaux propres DCF	m€
Valeur présente des flux de trésorerie	20,8
Cash flow terminal	7,3
Valeur terminale	91,2
Valeur présente de la valeur terminale	54,8
Valeur d'entreprise	75,6
Position financière nette	5,9
Autres éléments	1,2
Valeur des capitaux propres	82,7
Nombre d'action (dilué, en milliers)	1 350
Valeur en € par action	61,28 €

Sur ces bases, le prix d'Offre de 85 € fait ressortir une prime comprise entre 33,2% et 38,7%.

³⁰ Source : Fairness Finance, régression statistique multifactorielle des rendements des obligations *corporate* émises en euros des sociétés industrielles cotées (échantillon de l'ordre 1 000 références).



4.3.3.4 Analyses de sensibilité

Nous avons réalisé une analyse de sensibilité combinant la prise en compte de l'intervalle de confiance à 95% du bêta sectoriel observé pour estimer la variabilité du taux d'actualisation, des variations de plus ou moins 25 points de base du taux de croissance à l'infini « g » et une variation du taux de marge d'EBITDA normatif retenu en année terminale de plus ou moins 200 points de base. Cette approche conduit à une fourchette de valeur du titre Harvest comprise entre 51,1 € et 80,2 € selon le scénario considéré :

Valeurs du titre Harvest issues des flux du plan d'affaires actualisés sur la base des taux applicables aux éditeurs de logiciels français :

		CMPC				
		8,15%	9,26%	10,37%	10,68%	11,00%
B ^{no}	2,18%	83,21 €	70,47 €	61,20 €	59,04 €	57,03 €
	2,43%	85,89 €	72,27 €	62,48 €	60,20 €	58,09 €
	2,68%	88,82 €	74,21 €	63,83 €	61,44 €	59,22 €
	2,93%	92,02 €	76,30 €	65,28 €	62,75 €	60,42 €
	3,18%	95,55 €	78,56 €	66,82 €	64,15 €	61,70 €
		CMPC				
		8,15%	9,26%	10,37%	10,68%	11,00%
Marge d'EBITDA normative	20,5%	73,46 €	62,08 €	53,97 €	52,09 €	50,35 €
	22,5%	81,14 €	68,14 €	58,90 €	56,76 €	54,79 €
	24,5%	88,82 €	74,21 €	63,83 €	61,44 €	59,22 €
	26,5%	96,49 €	80,27 €	68,76 €	66,11 €	63,66 €
	28,5%	104,17 €	86,34 €	73,70 €	70,78 €	68,09 €

Valeurs du titre Harvest issues des flux du plan d'affaires actualisés sur la base des taux applicables aux éditeurs de logiciels financiers :

		CMPC				
		10,44%	10,57%	10,71%	11,64%	12,58%
B ^{no}	2,18%	60,76 €	59,81 €	58,90 €	53,28 €	48,67 €
	2,43%	62,01 €	61,01 €	60,05 €	54,17 €	49,38 €
	2,68%	63,34 €	62,29 €	61,28 €	55,12 €	50,13 €
	2,93%	64,76 €	63,65 €	62,59 €	56,12 €	50,91 €
	3,18%	66,27 €	65,11 €	63,98 €	57,18 €	51,74 €
		CMPC				
		10,44%	10,57%	10,71%	11,64%	12,58%
Marge d'EBITDA normative	20,5%	53,58 €	52,76 €	51,97 €	47,12 €	43,19 €
	22,5%	58,46 €	57,53 €	56,62 €	51,12 €	46,66 €
	24,5%	63,34 €	62,29 €	61,28 €	55,12 €	50,13 €
	26,5%	68,22 €	67,06 €	65,94 €	59,11 €	53,60 €
	28,5%	73,10 €	71,82 €	70,59 €	63,11 €	57,07 €

4.3.4 EVALUATION PAR LES MULTIPLES BOURSIERS

4.3.4.1 Principes et retraitements appliqués

La méthode des comparables boursiers est une méthode dite analogique, permettant d'évaluer une société en lui appliquant des multiples calculés sur des agrégats financiers anticipés. Dans le cas d'espèce, des ajustements sont nécessaires pour pouvoir l'appliquer aux agrégats des business plan Harvest :

- **la Société publie ses comptes en French GAAP** : Les agrégats de référence utilisés pour calculer les multiples boursiers sectoriels étant publiés selon les normes IFRS ou US GAAP, il convient de les appliquer à des agrégats Harvest retraités pour limiter les biais issus d'éventuelles différences comptables³¹ ;
- **la Société ne capitalise pas ses frais de R&D** : Ce choix n'étant pas partagé par la plupart des comparables boursiers, les multiples bruts de VE/EBITDA ne sont pas utilisables. Nous les avons de ce fait exclus des

³¹ Un exemple de tableau de passage est présenté pour l'EBITDA 2018 en annexe 7.8



approches directes (multiples moyens et médians décotés) et retenu le taux de marge d'EBIT comme paramètre de régression pour limiter ce biais dans les approches statistiques.

- les échantillons de comparables retenus offrent des caractéristiques parfois différentes de la Société en termes de risque financier et de taille : Pour permettre la prise en compte de ces différences, parfois significatives, nous avons mis en œuvre deux approches complémentaires :
 - l'application d'une décote/prime aux multiples s'appuyant sur le différentiel de taux d'actualisation et de croissance à l'infini constaté entre la société et les échantillons de multiple sectoriels³² ;
 - la régression statistique multifactorielle des multiples sectoriels.

4.3.4.2 Échantillons de comparables boursiers retenus

Afin de tenir compte à la fois de l'activité, relativement spécialisée de la Société et de son environnement économique immédiat, nous avons eu recours à deux échantillons de comparables boursiers :

- Le premier, réunissant les éditeurs de logiciels français, regroupe un spectre d'activités plus large³³ que celui dans lequel opère la Société mais permet de capter les perspectives du marché français.

Secteur des éditeurs de logiciels français	Taille (M€)	CA 2018 (M€)*	Marge d'EBIT 2018(*)
Axway Software SA	256	290,55	9,4%
Coheris SA	9	14,00	5,0%
Dalet SA	44	55,20	5,8%
Dassault Systemes SE	27 680	3 446,21	31,7%
ESI Group SA	185	150,45	9,0%
Esker SA	343	86,32	14,7%
Iteso SA	23	24,40	8,2%
Linedata Services SA	217	174,30	16,8%
Pharmagest Interactive SA	788	150,20	27,0%
Sidetrade SA	81	24,20	8,7%
Harvest	98	28,45	11,9%

Source : Eikon

* Données rebasées au 31/12

- Le second, centré sur l'activité d'Harvest, regroupe les éditeurs de logiciels financiers à destination des secteurs de la banque, de l'assurance et de la gestion d'actifs au niveau international.

Secteur des éditeurs de logiciels financiers	Taille (M€)	CA 2018 (M€)*	Marge d'EBIT 2018(*)
Blackbaud Inc	2 999	746,82	19,5%
Bravura Solutions Ltd	543	145,77	14,5%
Broadridge Financial Solutions Inc	10 844	3 843,12	16,2%
Crealogix Holding AG	153	85,68	3,4%
Ebiz Inc	1 322	434,15	30,8%
Ellie Mae Inc	2 082	421,06	16,3%
Envestnet Inc	2 231	716,65	16,4%
First Derivatives PLC	662	265,61	12,9%
Guldwire Software Inc	6 290	592,08	16,1%
Iress Ltd	1 227	288,53	22,5%
Linedata Services SA	217	174,30	16,8%
Microgen PLC	283	77,55	22,9%
RealPage Inc	4 235	766,43	23,5%
Sapiens International Corporation NV	517	254,35	13,4%
Simcorp A/S	2 322	378,74	26,5%
StatPro Group PLC	87	63,45	11,3%
Temenos AG	7 973	748,12	29,8%
Harvest	98	28,45	11,9%

Source : Eikon

* Données rebasées au 31/12

³² Cf. Annexe 7.5

³³ Edition de logiciels pour la gestion, le *cloud computing*, la CRM, la conception assistée par ordinateur, la logistique, la gestion électronique de document, les télécommunications, la vidéo, ...

4.3.4.3 Multiples sectoriels observés

Les cours moyens sur 20 jours des comparables boursiers extériorisent les multiples suivants pour le secteur des éditeurs de logiciels français :

Éditeurs de logiciels français	Devise de référence	VE (en m€)	VE / CA (+)			VE / EBITDA (+)			VE / EBIT (+)		
			2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
Axway Software SA	EUR	277	1,0x	0,9x	0,9x	8,3x	8,2x	7,1x	10,2x	9,9x	8,3x
Coheris SA	EUR	7	0,5x	0,5x	0,4x	2,7x	2,4x	2,1x	9,3x	5,9x	4,3x
Dalet SA	EUR	42	0,8x	0,7x	0,7x	6,2x	5,4x	4,7x	13,1x	11,0x	9,1x
Dassault Systemes SE	EUR	26 454	7,7x	6,9x	6,4x	21,9x	20,0x	18,0x	24,2x	21,8x	19,8x
ESI Group SA	EUR	232	1,5x	1,4x	1,4x	14,0x	11,2x	10,0x	17,2x	13,5x	10,0x
Esker SA	EUR	332	3,9x	3,4x	2,9x	16,9x	15,1x	13,5x	26,1x	22,3x	19,7x
Iteso SA	EUR	25	1,0x	1,0x	1,0x	8,5x	9,5x	9,5x	12,3x	13,7x	13,7x
Linedata Services SA	EUR	299	1,7x	1,7x	1,7x	6,9x	6,8x	6,6x	10,2x	10,2x	9,9x
Pharmagest Interactive SA	EUR	741	4,9x	4,6x	4,4x	16,3x	14,6x	13,7x	18,3x	16,6x	15,6x
Sidetrade SA	EUR	77	3,2x	2,7x	2,3x	26,5x	18,3x	13,0x	36,5x	23,2x	16,0x
Moyenne = μ		2 849	2,6x	2,4x	2,5x	12,8x	11,2x	9,8x	17,7x	14,8x	12,8x
Moyenne hors extrêmes = μ*		253	2,2x	2,1x	2,5x	12,4x	11,1x	9,8x	16,4x	14,9x	12,8x
Médiane = Me		255	1,6x	1,6x	2,0x	11,2x	10,3x	10,0x	15,1x	13,6x	12,7x
Maximum		26 454	7,7x	6,9x	6,4x	26,5x	20,0x	18,0x	36,5x	23,2x	19,8x
Minimum		7	0,5x	0,5x	0,4x	2,7x	2,4x	2,1x	9,3x	5,9x	4,3x
Estimateur de l'écart-type = s		7 871,3	2,2x	2,0x	1,9x	7,2x	5,4x	5,1x	8,4x	5,7x	5,3x
Coefficient de variation = Cv		2,8	84%	82%	78%	56%	49%	52%	47%	38%	42%
Nb d'observations = n		10,0	10	10	8	10	10	8	10	10	8
Marge d'échantillonnage ME au seuil de 90 %		4 562,9	1,3x	1,1x	1,3x	4,2x	3,2x	3,4x	4,9x	3,3x	3,6x
Borne haute de l'estimation de la moyenne = μ+ME		7 411,5	3,9x	3,5x	3,7x	17,0x	14,3x	13,3x	22,6x	18,1x	16,4x
Borne basse de l'estimation de la moyenne = μ-ME		(1 714,2)	1,3x	1,3x	1,2x	8,6x	8,0x	6,4x	12,9x	11,5x	9,2x

Source : Refinitiv (Thomson Reuters)

Les cours moyens sur 20 jours des comparables boursiers extériorisent les multiples suivants pour le secteur des éditeurs de logiciels financiers :

Éditeurs de logiciels financiers	Devise de référence	VE (en m€)	VE / CA (+)			VE / EBITDA (+)			VE / EBIT (+)		
			2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
Blackbaud Inc	EUR	3 329	4,5x	4,3x	4,0x	19,4x	19,7x	17,8x	22,9x	24,0x	22,0x
Bravura Solutions Ltd	EUR	543	3,7x	3,4x	3,1x	20,7x	17,7x	15,6x	25,7x	21,1x	18,3x
Broadridge Financial Solutions Inc	EUR	11 496	3,0x	2,8x	2,7x	14,5x	13,2x	12,3x	18,4x	17,0x	15,7x
Crealogix Holding AG	EUR	161	1,9x	1,6x	1,4x	21,4x	14,5x	11,3x	55,8x	18,0x	16,0x
Ebix Inc	EUR	1 651	3,8x	3,1x	2,3x	11,5x	9,6x	7,8x	12,3x	10,3x	8,2x
Ellie Mae Inc	EUR	1 838	4,4x	4,1x	3,8x	16,4x	14,5x	12,6x	26,8x	24,8x	20,6x
Envestnet Inc	EUR	2 373	3,3x	3,0x	2,6x	17,2x	14,8x	12,6x	20,2x	18,8x	16,2x
First Derivatives PLC	EUR	666	2,5x	2,3x	2,1x	13,9x	12,6x	11,9x	19,4x	17,1x	15,9x
Guidewire Software Inc	EUR	5 720	9,7x	8,4x	7,3x	49,8x	44,1x	35,8x	59,9x	53,2x	42,1x
Iress Ltd	EUR	1 332	4,6x	4,3x	4,1x	16,5x	14,9x	13,9x	20,5x	18,4x	16,5x
Linedata Services SA	EUR	299	1,7x	1,7x	1,7x	6,9x	6,8x	6,6x	10,2x	10,2x	9,9x
Microgen PLC	EUR	283	3,7x	3,4x	3,2x	15,3x	13,4x	12,4x	15,9x	13,9x	12,8x
RealPage Inc	EUR	4 461	5,8x	5,1x	4,6x	21,8x	17,8x	15,4x	24,8x	20,3x	17,5x
Sapiens International Corporation N	EUR	519	2,0x	1,9x	1,8x	13,9x	12,4x	11,2x	15,3x	15,1x	11,8x
Simcorp A/S	EUR	2 333	6,2x	5,6x	5,2x	22,3x	19,8x	18,1x	23,2x	20,5x	18,8x
StatPro Group PLC	EUR	110	1,7x	1,6x	1,5x	10,9x	9,6x	8,4x	15,3x	13,1x	11,8x
Temenos AG	EUR	8 199	11,0x	9,7x	8,6x	28,5x	24,5x	21,6x	36,8x	30,8x	26,6x
Moyenne = μ		2 665	4,3x	3,9x	3,6x	18,9x	16,5x	14,6x	24,9x	20,4x	17,8x
Moyenne hors extrêmes = μ*		2 247	4,0x	3,7x	3,6x	17,6x	15,3x	14,6x	23,6x	18,9x	17,8x
Médiane = Me		1 651	3,7x	3,4x	3,2x	16,5x	14,5x	12,6x	20,5x	18,4x	16,4x
Maximum		11 496	11,0x	9,7x	8,6x	49,8x	44,1x	35,8x	59,9x	53,2x	42,1x
Minimum		110	1,7x	1,6x	1,4x	6,9x	6,8x	6,6x	10,2x	10,2x	8,2x
Estimateur de l'écart-type = s		3 091,4	2,5x	2,2x	2,0x	9,2x	8,1x	6,7x	13,5x	9,6x	7,8x
Coefficient de variation = Cv		1,2	59%	57%	55%	49%	49%	46%	54%	47%	44%
Nb d'observations = n		17,0	17	17	16	17	17	16	17	17	16
Marge d'échantillonnage ME au seuil de 90 %		1 309,0	1,1x	0,9x	0,9x	3,9x	3,4x	2,9x	5,7x	4,1x	3,4x
Borne haute de l'estimation de la moyenne = μ+ME		3 974,5	5,4x	4,8x	4,5x	22,8x	19,9x	17,5x	30,6x	24,5x	21,2x
Borne basse de l'estimation de la moyenne = μ-ME		1 356,4	3,2x	3,0x	2,8x	15,0x	13,1x	11,6x	19,2x	16,3x	14,4x

Source : Refinitiv (Thomson Reuters)

4.3.4.4 Régressions statistiques multifactorielles des multiples sectoriels

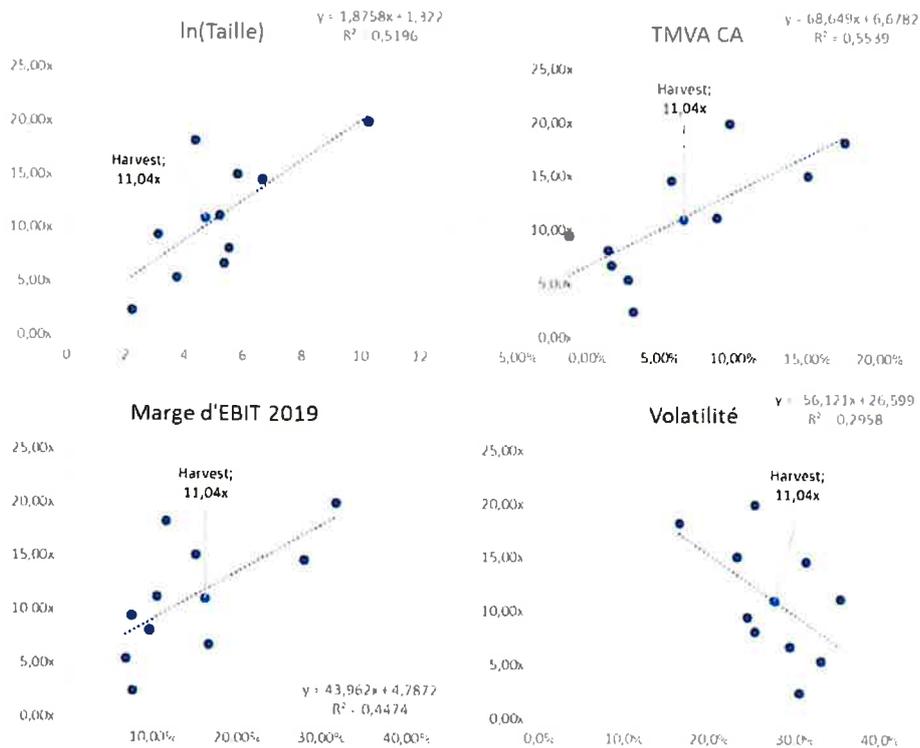
La méthode consistant à régresser statistiquement année par année les multiples boursiers observés permet de positionner le multiple applicable à la société sous revue de manière beaucoup plus fine qu'une simple moyenne, même ajustée d'une décote tenant compte d'un différentiel de risque, de croissance et/ou de taille.

S'agissant des secteurs considérés nous avons choisi de retenir les paramètres de régression suivants qui extériorisent des coefficients de détermination satisfaisants (fourchette comprise entre 59% et 99% selon l'année, le multiple et l'échantillon considéré) :



- Le logarithme népérien de la capitalisation boursière permet de tenir compte de l'effet taille sur la valeur ;
- le TMVA (ou CAGR) du chiffre d'affaires attendu sur la période 2018-2020 permet d'intégrer la valeur donnée par le marché à la croissance attendue des revenus dans le secteur considéré ;
- La marge d'EBIT permet de tenir compte (i) de la valeur donnée par le marché à la marge attendue et, (ii) de redresser le biais lié à l'éventuelle capitalisation des frais de R&D dans le multiple de VE/EBITDA ;
- La volatilité du cours de bourse sur les 12 derniers mois permet de tenir compte de la sensibilité du multiple aux risques financiers reflétés dans la variation des cours de bourses (ce paramètre n'est pas statistiquement significatif pour l'échantillon des éditeurs de logiciels financiers, plus homogène en termes d'activité).

Illustration de l'approche par régression multifactorielle des multiples (les calculs exhaustifs sont présentés en annexe 7.6) : Régression du multiple de VE/EBITDA 2019 pour l'échantillon des éditeurs de logiciels français :





Sociétés	VE/EBITDA	Marge d'EBIT	TMVA du CA	In(Taille)	Volat	Multiple théorique	Ecart	Ecart normalisé
	2019	2019	18-20	2018	2018			
Moyenne	11,15x	14,48%	6,52%	5,2	28%	11,15x	0,00x	0,00x
Ecart type	5,45x	8,29%	5,90%	2,1	5%	5,11x	1,87x	1,00x
Axway Software SA	8,19x	9,55%	1,46%	5,5	25,5%	9,27x	1,08x	0,58x
Coheris SA	2,42x	7,64%	3,16%	2,2	30,6%	5,17x	2,76x	1,47x
Dalet SA	5,43x	6,76%	2,86%	3,8	33,2%	5,47x	0,04x	0,02x
Dassault Systemes SE	20,00x	31,68%	9,80%	10,2	25,4%	20,24x	0,24x	0,13x
ESI Group SA	11,22x	10,47%	8,92%	5,2	35,4%	9,02x	-2,20x	-1,17x
Esker SA	15,11x	15,07%	15,10%	5,8	23,3%	16,38x	1,27x	0,68x
Itesoftware SA	9,47x	7,47%	-1,23%	3,1	24,5%	6,07x	-3,40x	-1,82x
Linedata Services SA	6,77x	16,58%	1,65%	5,4	29,5%	9,13x	2,36x	1,26x
Pharmagest Interactive SA	14,65x	27,96%	5,78%	6,7	31,4%	13,16x	-1,48x	-0,79x
Sidetrade SA	18,26x	11,58%	17,66%	4,4	16,6%	17,59x	-0,68x	-0,36x
Harvest	11,04x	16,26%	6,68%	4,7	27,7%	11,04x	0,00x	0,00x

Statistiques de la régression	Volat	In(Taille)	TMVA du CA	Marge d'EBIT	Constante
	2018	2018	18-20	2019	
Paramètres	-30,3432	0,8683	38,8043	16,5261	10,0323
Erreur type	1,85E+01	8,79E-01	1,74E+01	2,18E+01	6,02E+00
R ² /erreur y	88,18%	2,65E+00			
F / degrés de lib.	9,32	5			
Somme reg ²	2,62E+02	3,51E+01			
T de Student	8,06%	18,44%	3,78%	24,14%	7,82%
R ² ajusté	81,1%				

4.3.4.5 Résultats de l'approche

L'application des multiples sectoriels moyens et médians conduit, après prise en compte d'une décote tenant compte du différentiel de risque financier et de croissance attendue entre la Société et les échantillons de référence (cf. annexe 7.5) conduit à une fourchette de valeurs d'entreprise comprise entre 39 et 111 m€ (valeur centrale de 76 m€).

De la même façon, l'application des multiples régressés évoqués supra aux agrégats du plan d'affaires conduit à une fourchette de valeur d'entreprise comprise entre 56 et 77 m€ (valeur centrale de 64 m€).

La moyenne de ces deux approches conduit à une fourchette de valeurs des capitaux propres comprise entre 58 et 91 m€ soit une valeur du titre Harvest compris entre **42,7 € et 67,7 €** (valeur centrale de 57,2 €) qui extériorise, en valeurs centrales, une prime comprise entre 34,2 % et 66,5 % par rapport au prix d'Offre, et dont le détail est présenté ci-dessous :

Multiples du secteur des éditeurs de logiciels français appliqués aux agrégats du plan d'affaires :

en m€	CA			EBITDA			EBIT		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
Agrégats	32,4	30,8	32,4	4,8	5,6	6,3	2,1	5,0	5,7
Multiples moyens (hors extrêmes)									
Multiple	2,1x	2,1x	2,5x	2,1x	2,1x	2,1x	2,1x	14,9x	12,8x
Decote de multiples	-18,8%	-18,8%	-18,8%	-18,8%	-18,8%	-18,8%	-18,8%	-18,8%	-18,8%
VE	52	52	65	81	81	81	81	60	59
Multiples médians									
Multiple	1,6x	1,6x	2,0x	1,6x	1,6x	1,6x	1,6x	13,6x	12,7x
Decote de multiples	-18,8%	-18,8%	-18,8%	-18,8%	-18,8%	-18,8%	-18,8%	-18,8%	-18,8%
VE	39	39	52	60	60	60	60	55	59
Multiples régressés									
Taille	115	115	115	115	115	115	115	115	115
Volatilité 12M	27,7%	27,7%	27,7%	27,7%	27,7%	27,7%	27,7%	27,7%	27,7%
TMVA du CA (2018-2020)	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%
Marge d'EBIT	16,3%	16,3%	16,3%	16,3%	16,3%	16,3%	16,3%	16,3%	16,3%
R ²	94,3%	94,3%	94,3%	94,3%	94,3%	94,3%	94,3%	94,3%	94,3%
Multiple	2,6x	2,6x	2,3x	2,6x	2,6x	2,6x	2,6x	14,8x	11,3x
VE	81	81	74	81	81	81	81	74	65



Valeur des capitaux propres (m€)	Borne basse	Val. centrale	Borne haute
Multiples moyens hors extrêmes (hors EBITDA)	52	59	65
Multiples médians (hors EBITDA)	39	51	59
Multiples régressés	56	68	77
Valeur d'entreprise retenue⁽¹⁾	51	62	70
Position financière nette	5,9	5,9	5,9
Autres éléments	1,2	1,2	1,2
Valeur des capitaux propres	58	69	77
Nombre d'action (dilué, en milliers)	1350	1350	1350
Valeur en € par action	42,68 €	51,05 €	56,83 €

(1) Moyenne des approches directes décotées et de l'approche statistique

Multiples du secteur des éditeurs de logiciels financiers appliqués aux agrégats du plan d'affaires :

en m€	CA			EBITDA			EBIT		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
Agrégats	30,4	30,8	32,4	4,2	5,6	6,3	4,0	5,0	5,7
Multiples moyens									
Multiple	9,0x	3,7x	3,6x	19,0x	15,5x	15,0x	12,0x	18,9x	17,8x
Décote de multiples	5,7%	-5,7%	-5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	-5,7%	-5,7%
VE	107	107	111	73	82	81	83	89	96
Multiples médians									
Multiple	1,7x	3,4x	3,2x	10,7x	10,7x	12,0x	10,0x	18,4x	16,4x
Décote de multiples	5,7%	-5,7%	-5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	-5,7%	-5,7%
VE	100	98	97	107	78	78	78	87	88
Multiples régressés									
Taille	115	115	115	115	115	115	115	115	115
TMVA du CA (2018-2020)	6,3%	6,7%	6,7%	6,3%	6,7%	6,7%	6,3%	6,7%	6,7%
Marge d'EBIT	17,6%	16,3%	17,6%	17,6%	16,3%	17,6%	17,6%	16,3%	17,6%
R ²	78,5%	83,5%	83,2%	85,0%	76,6%	71,4%	81,0%	63,6%	58,6%
Multiple	1,6x	1,9x	2,0x	10,0x	10,5x	9,3x	10,0x	11,9x	11,0x
VE	59	58	64	46	59	58	40	60	63

Valeur des capitaux propres (m€)	Borne basse	Val. centrale	Borne haute
Multiples moyens hors extrêmes (hors EBITDA)	89	101	111
Multiples médians (hors EBITDA)	87	92	98
Multiples régressés	58	60	64
Valeur d'entreprise retenue⁽¹⁾	73	78	84
Position financière nette	5,9	5,9	5,9
Autres éléments	1,2	1,2	1,2
Valeur des capitaux propres	80	85	91
Nombre d'action (dilué, en milliers)	1350	1350	1350
Valeur en € par action	59,42 €	63,34 €	67,67 €

(1) Moyenne des approches directes décotées et de l'approche statistique

4.3.5 EVALUATION PAR LES MULTIPLES DE TRANSACTIONS MAJORITAIRES

4.3.5.1 Principes et retraitements appliqués

La méthode des transactions majoritaires est également une méthode analogique, permettant d'évaluer une société en lui appliquant des multiples calculés à partir d'agrégats financiers constatés dans le cadre de transactions récentes visant prendre une participation, majoritaire ou non, dans le capital d'une entité comparable à la Société, cotée ou non.

Dans le cas d'espèce, les biais relevés dans le cadre de l'application de la méthode des comparables boursiers restent valables à ceci près que les données financières disponibles sur les cibles des transactions relevées sont, en général, beaucoup plus limitées et moins fiables que celles disponibles pour les sociétés cotées. Dans ce cadre, nous avons donc appliqué des multiples moyens et médians après prise en compte du différentiel de risque financier et de croissance anticipée estimé entre la Société et l'échantillon de transactions comparables.

Les multiples obtenus étant des multiples passés, la méthode ne permet normalement pas la prise en compte d'agrégats anticipés et donc du développement prévu dans le business plan. Pour neutraliser partiellement ce biais, nous avons estimé les multiples applicables aux agrégats 2019 et 2020 du plan d'affaires en leur appliquant la variation moyenne observée entre les multiples moyens « n+1 » et les multiples moyens « n » des comparables boursiers.

Le détail des 26 transactions retenues et des multiples qui en découlent est présenté en annexe 7.7.

4.3.5.2 Résultat de l'approche

Appliquée aux agrégats 2018 à 2020 du plan d'affaires, la méthode extériorise une fourchette de valeurs d'entreprise comprise entre 67 et 88 m€ (valeur centrale de 77 m€). Il en découle une valeur des capitaux propres comprise entre 74 et 95 m€ qui induit une valeur du titre Harvest comprise entre **54,8 €** et **70,3 €** pour une valeur centrale de 62,1 € qui extériorise une prime de 36,9 % par rapport au prix d'Offre.

en m€	CA			EBITDA			EBIT		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
Agrégats	28,4	30,8	32,4	4,4	5,6	6,3	3,9	5,0	5,7
Multiples moyens hors extrêmes									
Multiple	3,7 x	3,4 x	3,6 x	15,4 x	13,6 x	12,5 x	24,7 x	20,9 x	18,9 x
Actualisation		91,2%	106,2%		88,1%	92,4%		84,4%	90,8%
Décote de multiples	-17,3%	-17,3%	-17,3%	-17,3%	-17,3%	-17,3%	-17,3%	-17,3%	-17,3%
VE	88	86	96	56	63	65	80	86	89
Multiples médians									
Multiple	2,8 x	2,6 x	2,7 x	16,8 x	15,1 x	13,8 x	24,7 x	22,2 x	20,2 x
Actualisation		92,1%	104,4%		89,8%	91,0%		89,9%	90,8%
Décote de multiples	-17,3%	-17,3%	-17,3%	-17,3%	-17,3%	-17,3%	-17,3%	-17,3%	-17,3%
VE	66	65	72	61	70	72	80	92	95

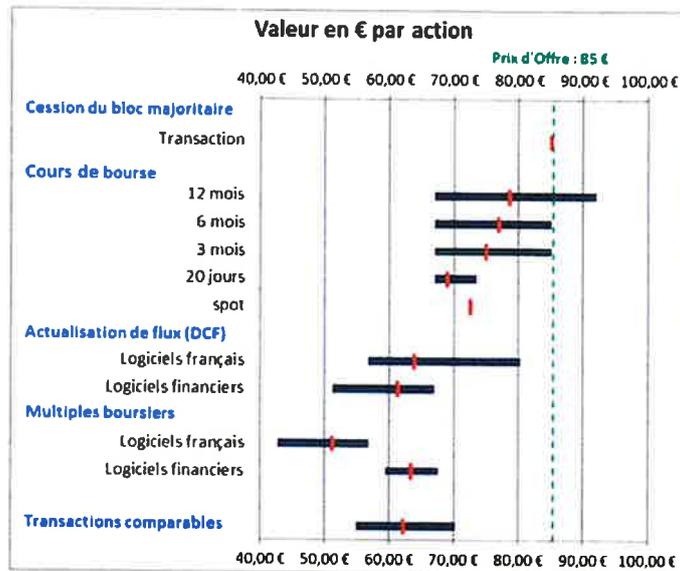
Valeur des capitaux propres (k€)	Min	Centrale	Max
Multiples de VE/CA	65	79	96
Multiples de VE/EBITDA	56	64	72
Multiple de VE/EBIT	80	87	95
Valeur d'entreprise retenue	67	77	88
Position financière nette	5,9	5,9	5,9
Autres éléments	1,2	1,2	1,2
Valeur des capitaux propres	74	84	95
Nombre d'action (dilué, en milliers)	1350	1350	1350
Valeur en € par action	54,89 €	62,14 €	70,33 €



Toutefois, les résultats issus de cette méthode doivent être relativisés compte tenu de la forte volatilité des multiples relevés (coefficient de variations par rapport à la moyenne de 30 % à 66 %) et des intervalles de confiance à 95 % relativement larges, compris entre 16 % et 63 % de la valeur moyenne, s'agissant notamment du multiple de VE/EBIT qui, du fait, perd en pertinence.

4.3.6 SYNTHÈSE DES RÉSULTATS DES TRAVAUX D'ÉVALUATION

Les résultats des références de valorisation et des méthodes d'évaluation mises en œuvre et leur positionnement par rapport au prix d'Offre sont présentés synthétiquement dans le graphique ci-dessous :





5. ANALYSE CRITIQUE DES TRAVAUX DE L'ÉVALUATEUR

Conformément à l'instruction 2006-08 du 25 juillet 2006, nous avons conduit une analyse critique des travaux d'évaluation réalisés par Alantra et la banque Lazard, (ci-après, ensemble, l'« Évaluateur ») présentés dans la partie « Éléments d'appréciation du prix d'Offre » de la note d'information.

Les valeurs centrales et les hauts de fourchette auxquelles l'Évaluateur et nous-mêmes aboutissons en fonction des références et méthodes d'évaluation utilisées, sont synthétisées dans le tableau ci-dessous :

Méthodes / Critères	Valeurs par action				
	Valeur centrale		Haut de fourchette		
	Évaluateur	BM&A	Évaluateur	BM&A	
Cession du bloc majoritaire	85,0 €	85,0 €	85,0 €	85,0 €	
Cours de bourse	12 mois	78,5 €	78,5 €	nc	92,0 €
	6 mois	76,7 €	76,8 €	nc	85,0 €
	3 mois	75,1 €	75,0 €	nc	85,0 €
	20 jours	69,9 €	69,0 €	nc	73,5 €
	spot	72,5 €	72,5 €	nc	72,5 €
DCF	69,9 €	62,6 €	71,6 €	80,3 €	
Comparables boursiers	58,8 €	57,2 €	65,6 €	67,7 €	
Transactions comparables	62,8 €	62,1 €	63,5 €	70,3 €	
Actif net comptable	10,8 €	14,0 €			

Au préalable, nous constatons que l'Évaluateur et nous-mêmes avons présenté les mêmes approches et sélectionné les sociétés comparables selon la même philosophie.

5.1 Données financières servant de base aux méthodes d'évaluation

5.1.1 NOMBRE DE TITRES

Les références retenues par l'Évaluateur sont identiques à celles reprise dans nos travaux.

5.1.2 PASSAGE DE LA VALEUR D'ENTREPRISE A LA VALEUR DES FONDS PROPRES

Éléments de passage de la VE à la VCP (mC)	Évaluateur	BM&A
Dette financière	-	(0,5)
Disponibilités et équivalents	6,8	6,4
Position financière nette	6,8	5,9
Normalisation de l'EFR	5,7	2,5
Provisions pour retraites		(1,3)
Créances d'impôts	(0,3)	-
Créance de CICE	0,3	-
Impact fiscal de la vente du siège	(0,9)	-
Autres éléments	4,8	1,2
Total	11,6	7,1



Les éléments de passage de la VE à la VCP retenus par l'Évaluateur diffèrent de ceux retenus dans nos travaux sur trois points :

- L'Évaluateur ayant réalisé son calcul avant la production de l'arrêté de compte à fin décembre 2018, il s'est basé sur les projections de dette financière et de disponibilités issues des due diligences pour estimer la position financière de la Société ;
- L'Évaluateur ne tient pas compte des provisions pour retraites ;
- L'Évaluateur a choisi de reprendre l'approche de lissage mensuel de la saisonnalité du BFR proposée dans les rapports de due diligences, nous avons préféré recourir à un lissage annuel au 31 décembre, point bas de trésorerie, ne tenant compte que du retard de facturation exceptionnel de fin 2018.

5.2 Comparaison des méthodes d'évaluation retenues

5.2.1 REFERENCE AU PRIX DE CESSIION DU BLOC MAJORITAIRE

Sans surprise, la référence constituée par le prix de cession du bloc majoritaire est identique pour l'Évaluateur et nous-mêmes et n'appelle pas de commentaire de notre part.

5.2.2 COURS DE BOURSE

Nous constatons des écarts non significatifs entre les données reprises par l'Évaluateur et nous même dues à des approches différentes. L'Évaluateur retient des cours de clôture pondérés par les volumes sur des périodes exprimées en jours de cotation, nous avons préféré retenir des cours moyen journaliers pondérés par les volumes sur des périodes exprimées en mois.

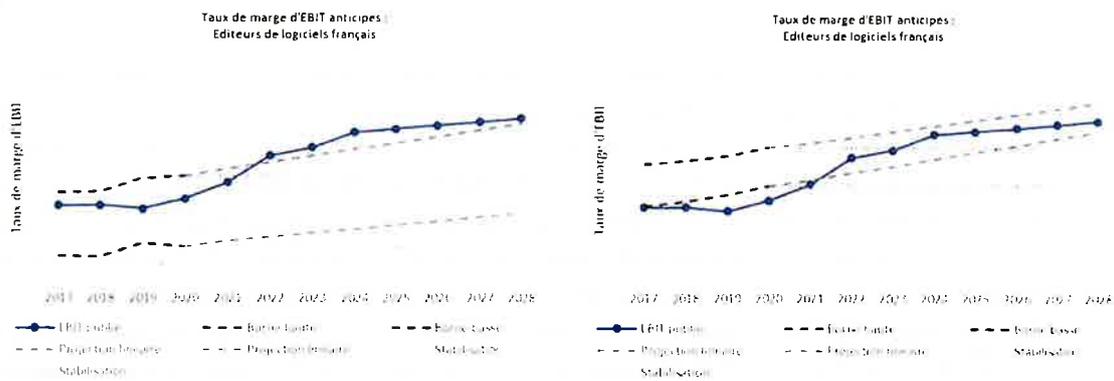
Nous considérons ces deux approches, qui ne présentent pas d'écart significatif, d'égale validité.

5.2.3 ACTUALISATION DE FLUX DE TRESORERIE (DCF)

5.2.3.1 Flux actualisés

S'agissant des flux de trésorerie, l'Évaluateur a choisi de prolonger le plan d'affaires jusqu'en 2028 pour permettre une poursuite de la croissance du chiffre d'affaires à un taux moyen de 4,2 % et l'atteinte progressive d'un taux de marge d'EBITDA de 28,5 % (contre 24,6 % prévu pour la dernière année du plan). Cette approche permet de lisser l'effet de seuil entre la dernière année du plan et l'année terminale tout en laissant le temps à la Société de déployer son business model. Nous avons, pour notre part, mis en œuvre la méthode DCF sur l'horizon du plan d'affaires et avons considéré la période de convergence vers le taux de croissance long terme comme un ajustement du taux de croissance terminal (cf. §4.3.3.1).

L'approche retenue par l'Évaluateur ressort cohérente avec une hypothèse de croissance linéaire du haut de la fourchette des taux de marge d'EBIT anticipés au niveau sectoriel, que ce soit pour l'échantillon des éditeurs de logiciels français ou celui des éditeurs de logiciels financiers.



L'hypothèse de croissance linéaire des taux de marges retenue par l'Évaluateur nous apparaît cependant volontariste et nous estimons qu'elle devrait être compensée par l'intégration dans le taux d'actualisation d'une prime spécifique pour risque d'exécution du plan d'affaires (cf. §5.2.3.2).

À ceci s'ajoute une hypothèse de perception des flux à mi-année alors que nous retenons une hypothèse d'actualisation des flux en année pleine. Nous considérons l'approche de l'Évaluateur comme justifiable au vu de la saisonnalité de la captation de trésorerie chez Harvest, mais avons préféré une approche plus classique, cette saisonnalité étant reflétée dans la variation du BFR négatif et nos références de taux d'actualisation étant calculées sur la base de flux en année pleine.

L'Évaluateur retient également une hypothèse de stabilité du BFR négatif à partir de 2024, le décorrélatant de la croissance du chiffre d'affaires, hypothèse que nous considérons comme cohérente avec l'hypothèse de perception des flux à mi-année évoquée supra.

5.2.3.2 Taux d'actualisation

D'un point de vue méthodologique, l'Évaluateur retient une approche classique en calculant un coût moyen pondéré du capital (CMPC ou WACC) s'appuyant sur le modèle d'équilibre des actifs financiers (MEDAF) et tenant compte d'une hypothèse de convergence de la structure financière de la société vers un optimum sectoriel. La principale différence méthodologique entre les travaux de l'Évaluateur et les nôtres se trouve dans la prime de risque utilisée dans le cadre du MEDAF, l'Évaluateur appliquant le bêta à la totalité de la prime de marché alors que nous ne l'avons appliqué qu'à sa composante purement MEDAF (systématique/non diversifiable). Au cas d'espèce, cette différence n'a pas d'impact significatif sur le résultat, le bêta sectoriel utilisé étant proche de 1.

Parallèlement, nous observons que deux des références retenues par l'Évaluateur s'écartent significativement de celles que nous avons utilisées :

- la prime de taille de 3,67% estimée sur la base des statistiques historiques américaines produites par le cabinet Duff & Phelps, ressort supérieure à notre référence calculée *ex-ante* par Fairness Finance sur les sociétés de la zone euro (2,57%). Nous confirmons cependant que le niveau retenu par l'Évaluateur est cohérent avec les calculs réalisés Fairness Finance sur le marché américain (3,51% pour une société de la taille d'Harvest, au 31 décembre 2018) ;
- le coût de la dette, non sourcé, est fixé à 4,2% alors que le modèle Fairness Finance, basé sur les rendements à maturité observés au 30 novembre 2018 sur les marchés obligataires *corporate* en euros pour un horizon de financement de cinq ans et pour le risque crédit estimé de la Société, ressort à 2,31%.

Il en résulte un écart de 86 points de base entre le taux retenu par l'Évaluateur (11,4 %) et le taux moyen ressortant de nos travaux (10,5 %). Cet écart se réduit à 46 points de base si nous tenons compte de la prime additionnelle pour risque d'exécution plan d'affaires que nous aurions appliquée pour tenir compte du caractère volontariste du taux de marge normatif retenu par l'Évaluateur (cf. §5.2.3.1).



5.2.3.3 Année terminale

Les caractéristiques du flux normatif utilisé pour le calcul de la valeur de la Société à l'infini diffèrent de celles retenues dans notre approche sur les points suivants :

- **Taux de croissance à l'infini** : L'Évaluateur retient un niveau de croissance à l'infini à l'issue des cinq années de prolongation du plan d'affaires, de 1,9 %, cohérent avec les anticipations d'inflation du FMI³⁴. Pour notre part, nous retenons un objectif de croissance à l'infini identique mais utilisons le taux de croissance en année terminale pour tenir compte du reliquat de croissance non modélisé dans le plan d'affaires, ce qui porte le taux appliqué au-delà de l'horizon du plan d'affaires à 2,7% ;
- **Taux de marge d'EBITDA** : L'Évaluateur prolonge le plan d'affaires de cinq années et, de ce fait, retient un taux de marge cible de 28,5 %. Nous n'avons pas extrapolé ce taux de marge normatif et retenu le niveau anticipé à l'issue du plan d'affaires retenu par les parties ;
- **Surinvestissement à l'infini** : L'Évaluateur ne tient pas compte d'un décalage entre les investissements et les amortissements à l'infini. Pour notre part nous retenons un écart, peu significatif, de 3 % calculé sur la base d'une durée moyenne d'amortissement estimée à 4 ans ;
- **Taux d'imposition** : L'Évaluateur retient un taux théorique cible de 24,0% basé sur le projet de loi de finance pour 2018, reconduisant à l'infini le bénéfice du crédit d'impôt recherche (CIR) dont bénéficie la Société. Nous avons appliqué une approche similaire en ajustant l'impôt sur les sociétés normatif d'un niveau CIR retraité du niveau exceptionnel de R&D lié à MoneyPitch et décoté de 50% pour tenir compte du risque de non reconduction de la mesure ou de réduction du taux appliqué. Le taux d'IS normatif ajusté que nous appliquons ressort à 24,2%, proche de celui retenu par l'Évaluateur.
- **Variation du BFR** : L'Évaluateur retient une hypothèse de stabilisation du BFR négatif à l'infini alors que nous maintenons une hypothèse plus favorable d'accroissement de la ressource financière liée au BFR proportionnelle à la croissance du chiffre d'affaires à l'infini.

5.2.3.4 Conclusion

Globalement, l'Évaluateur retient une modélisation et des hypothèses de calcul des flux de trésorerie attendus plus volontaristes que celle que nous avons mise en œuvre, mais compense cette position par un taux d'actualisation plus important tenant indirectement compte de l'aléa de prévision du flux considérés.

Sur la base des éléments évoqués supra, l'Évaluateur valorise le titre Harvest dans une fourchette comprise entre 67,4 € et 71,6 € (valeur centrale 69,9 €), incluse dans notre fourchette de valorisation par la même méthode (51,1 € - 80,2 €).

Selon nos estimations, l'application de notre taux d'actualisation aux flux retenus par l'Évaluateur aurait conduit à une valeur du titre Harvest de 76,2 € (valeur haut de fourchette de 83,1 €), montant ramené à 73,4 € (valeur haut de fourchette de 77,7 €) après prise en compte du risque d'exécution dans le taux d'actualisation.

5.2.4 COMPARABLES BOURSIERS

5.2.4.1 Échantillons de comparables boursiers retenus :

L'Évaluateur retient ici une approche de sélection des comparables boursiers identique à la nôtre en valorisant la Société à la fois à travers un prisme géographique (éditeurs de logiciels français) et sectoriel (éditeurs de logiciels financiers). De manière générale, les échantillons retenus par l'Évaluateur sont plus resserrés (6 références pour les éditeurs de logiciels français et 12 valeurs pour les éditeurs de logiciels financiers) afin de permettre l'application directe des multiples observés aux agrégats de la Société.

³⁴ World Economic Outlook d'octobre 2018.



5.2.4.2 Application de la méthode

Dans ses travaux, l'Évaluateur a retenu une approche classique consistant à appliquer des multiples sectoriels moyens et médians aux agrégats publiés 2018 et 2019 du plan d'affaires retenu par les parties. Cette approche est rendue possible par des échantillons de comparables homogènes, notamment sur le critère de taille des sociétés. Nous avons opté pour une approche alternative et complémentaire en retenant des échantillons plus larges et en ajustant les multiples obtenus pour tenir compte des caractéristiques d'Harvest (risque financier, croissance et taille notamment).

Au-delà de cette différence méthodologique, les approches retenues diffèrent sur les points suivants :

- L'Évaluateur a appliqué la méthode aux agrégats 2018 et 2019 du plan d'affaires alors que nous avons utilisé les agrégats des exercices 2019 et 2020 ;
- L'Évaluateur a retenu le seul multiple de VE/EBITDA appliqué aux agrégats du plan d'affaires alors que nous avons préféré retenir principalement des agrégats de VE/CA et de VE/EBIT pour contourner le problème d'homogénéité des références posé par le mode de comptabilisation des charges de R&D ;
- L'Évaluateur a appliqué ses multiples sectoriels à l'EBITDA « reporté » du plan d'affaires, soit estimé sur le modèle de celui des comptes French GAAP publiés par la Société, sans capitalisation des frais de R&D. Nous avons, pour notre part, retenu des agrégats sans capitalisation de la R&D³⁵, mais ajustés des charges IFRS modélisées dans le plan d'affaires.

L'approche de l'Évaluateur valorise le titre Harvest dans une fourchette comprise 51,9 € et 65,6 € qui ressort incluse dans celle issue de nos travaux (42,7 € - 67,6 €).

5.2.5 TRANSACTIONS COMPARABLES

Comme pour l'approche par les multiples boursiers, l'Évaluateur a retenu un échantillon de transactions majoritaires comparables de 8 références, portant sur des transactions récentes (la plus ancienne remontant à août 2013) et dont la valeur d'entreprise ressort inférieure à 500 millions d'euros. Nous avons, pour notre part, retenu un échantillon élargi composé de 26 références récentes (la plus ancienne remontant à août 2015).

En cohérence avec l'approche retenue pour les comparables boursiers, l'Évaluateur retient également ici le seul multiple de VE/EBITDA appliqué à l'agrégat 2018 estimé du plan d'affaires. Ici encore, nous avons élargi l'analyse en tenant compte des multiples de VE/CA, VE/EBITDA (biaisé par la capitalisation éventuelle des frais de R&D) et de VE/EBIT (biaisé par le faible nombre de références disponibles), appliqués aux agrégats 2018, 2019 et 2020 du plan d'affaires après ajustement des multiples futurs afin de tenir compte de l'écart de taille entre l'échantillon et la Société et de l'effet temps estimé, par analogie avec les multiples de comparables boursiers³⁶.

Les travaux de l'Évaluateurs extériorisent une fourchette de valorisation du titre Harvest comprise entre 62,2 € et 63,6 €, incluse dans celle issue de nos travaux (54,9 € - 70,3 €).

³⁵ Traitée par l'intermédiaire des multiples retenus ou par régression statistique, cf. §4.3.4.1.

³⁶ Cf. §4.3.5.



6. CONCLUSION

Le tableau ci-après récapitule les fourchettes de valeurs de l'action Harvest auxquelles nous parvenons ainsi que les primes et décotes extériorisées par le prix de 85 € par action proposé dans le cadre de la présente Offre :

Méthodes / Critères		Valeur par action		
		basse	centrale	haute
Cession du bloc majoritaire	Transaction	85,00 €	85,00 €	85,00 €
Cours de bourse (cours moyen pondéré)	12 mois	67,00 €	78,45 €	92,00 €
	6 mois	67,00 €	76,81 €	85,00 €
	3 mois	67,00 €	74,98 €	85,00 €
	20 jours	67,00 €	68,98 €	73,50 €
	spot	72,50 €	72,50 €	72,50 €
DCF	Logiciels français	56,76 €	63,83 €	80,27 €
	Logiciels financiers	51,12 €	61,28 €	67,06 €
Comparables boursiers	Logiciels français	42,68 €	51,05 €	56,83 €
	Logiciels financiers	59,42 €	63,34 €	67,67 €
Transactions comparables		54,89 €	62,14 €	70,33 €
Actif net comptable ⁽¹⁾	dec. 2019		13,98 €	

⁽¹⁾ A titre d'information

Les conclusions de nos travaux résultent de la mise en œuvre d'une approche multicritères qui s'est appuyée sur le prix proposé pour l'acquisition du bloc majoritaire, le cours de bourse de la Société, la méthode intrinsèque de l'actualisation des flux futurs de trésorerie (DCF), ainsi que les méthodes analogiques des comparables boursiers et des transactions comparables.

La référence à l'actif net comptable (ANC) et aux objectifs de cours de analystes financiers est présentée à titre d'information. En effet au cas d'espèce, l'ANC ne représente pas la valeur de marché de la Société. Les objectifs de cours de bourse publiés ne présentent pas les caractéristiques de suivi et de stabilité suffisants pour constituer une référence valide.

S'agissant des approches retenues, nous relevons tout d'abord que le prix d'Offre proposé extériorise des primes, parfois significatives, dans tous les cas à l'exception, évidemment, du prix de cession du bloc majoritaire.

Ce dernier nous semble constituer une référence de valeur forte et un prix de marché optimum, dans la mesure où il a été formé dans le cadre d'un large processus compétitif mené entre parties bien informées et fait profiter aux actionnaires minoritaires de la prime contrôle payée par l'Initiateur.

Les méthodes d'évaluation, intrinsèque et analogiques, conduisent à des valeurs centrales cohérentes entre elles (hormis l'application des multiples boursiers de l'échantillon « Logiciels français », plus basse) sur lesquelles le prix d'Offre extériorise des primes de l'ordre de 35 %. Nous notons par ailleurs que ces méthodes reposent sur un plan d'affaires qui, en termes de rentabilité, positionne la Société en haut de fourchette de l'échantillon de ses pairs.

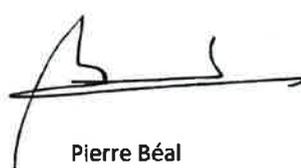
Enfin, les analyses relatives aux contrats conclus avec l'Initiateur dans le cadre du réinvestissement proposé aux Fondateurs n'ont pas révélé, selon nous, d'éléments susceptibles de remettre en cause l'égalité de traitement entre les actionnaires.



Sur la base de ces éléments, notre opinion est que le prix de 85 € par action Harvest, proposé dans le cadre d'une offre publique d'achat simplifiée éventuellement suivie d'un retrait obligatoire est équitable, d'un point de vue financier, pour les actionnaires de la Société.

Fait à Paris, le 27 février 2019

BM&A Advisory & Support


Pierre Béal


Eric Blache

Associés

7. ANNEXES

7.1 Bêtas sectoriels des échantillons de comparables boursiers

7.1.1 SECTEUR DES EDITEURS DE LOGICIELS FRANÇAIS

Calcul du bêta hors dette	Taux d'impôt	$\beta^{(1)}$	R ²	Indice	Capi en M ⁽²⁾	V(Mino.) en M ⁽²⁾	DFN (T) en M ⁽³⁾	Levier ⁽⁴⁾	β hors dette
Axway Software SA	25,8%	1,58	37,1%	CAC MID & SMALL	255,9	0,0	24,1	9,4%	1,48
Cohesis SA	25,8%	0,94	18,4%	CAC SMALL	9,3	-	(3,1)	(33,0%)	1,40
Dassault Systemes SE	25,8%	0,78	33,3%	EURONEXT SBF 120	27 679,6	12,6	(1 070,7)	(3,9%)	0,81
Dalet SA	25,8%	0,54	8,1%	CAC SMALL	43,7	0,0	(2,2)	(5,0%)	0,57
ESI Group SA	25,8%	0,64	8,1%	CAC SMALL	184,9	1,1	37,4	20,1%	0,56
Esker SA	25,8%	0,59	16,1%	CAC SMALL	343,4	-	(2,3)	(0,7%)	0,59
Generix Group France SA	25,8%	0,59	10,4%	CAC SMALL	72,2	3,9	6,2	8,2%	0,56
Itesoftware SA	25,8%	0,58	12,4%	EURONEXT SBF 120	22,6	-	2,0	8,7%	0,54
Linedata Services SA	25,8%	0,86	19,7%	CAC SMALL	216,6	-	77,7	35,9%	0,68
Pharmagesit Interactive SA	25,8%	0,69	16,3%	CAC SMALL	788,4	19,8	(31,0)	(3,8%)	0,71
Sidetrad SA	25,8%	0,84	23,8%	CAC SMALL	80,7	-	(3,4)	(4,3%)	0,88
Streamwide SA	25,8%	0,56	5,5%	CAC SMALL	21,7	-	(2,8)	(13,0%)	0,64
Harvest SA	25,8%	0,73	15,2%	CAC SMALL	98,3	-	(5,8)	(5,9%)	0,78
Moyenne	25,8%	0,77			2 476,59			1,5%	0,79
Médiane		0,66			132,82			(2,3%)	0,66
Moyenne pondérée par les R²		0,89							0,90

(1) Calculé sur une période de 3 ans

(2) Sur la base du cours moyen pondéré 20 jours au 14/12/2018

(3) Dernière valeur publiée

(4) DFN (ou T) ÷ [Capi. +V(Mino.)], où DFN : dette financière nette et T : trésorerie nette

Marge d'erreur à 95%

Bêta min 0,18

Bêta moyen 0,61

Bêta max 0,79

Bêta max 0,97

7.1.2 SECTEURS DES EDITEURS DE LOGICIELS FINANCIERS

Calcul du bêta hors dette	Taux d'impôt	$\beta^{(1)}$	R ²	Indice	Capi. en M ⁽²⁾	V(Mino.) en M ⁽²⁾	DFN (T) en M ⁽³⁾	Levier ⁽⁴⁾	β hors dette
Blackbaud Inc	27,0%	1,33	35,8%	S&P 400 Mid Cap Index	2 999,3	-	330,0	11,0%	1,23
Bravura Solutions Ltd	30,0%	1,10	11,2%	S&P/ASX 200	543,0	-	-	-	1,10
Broadridge Financial Solutions Inc	27,0%	0,87	29,3%	S&P 500	10 844,4	-	727,5	6,7%	0,83
Crealogix Holding AG	18,0%	0,97	25,3%	SWX SPI MIDDLE INDEX	153,3	2,6	10,8	6,9%	0,92
Ebix Inc	27,0%	1,38	38,3%	S&P 400 Mid Cap Index	1 321,8	63,2	266,5	19,2%	1,21
Ellie Mae Inc	27,0%	1,19	18,4%	S&P 400 Mid Cap Index	2 082,1	-	(183,7)	(8,8%)	1,30
Envestnet Inc	27,0%	1,34	40,1%	DOW JONES INDUSTRIAL	2 231,3	-	146,0	6,5%	1,28
First Derivatives PLC	19,0%	2,28	27,7%	FTSE 250	662,4	-	15,8	2,4%	2,24
Guidewire Software Inc	27,0%	1,28	32,2%	S&P 500	6 289,8	-	(432,4)	(6,9%)	1,37
Iress Ltd	30,0%	1,32	24,8%	S&P/ASX 200	1 227,3	-	104,4	8,5%	1,25
Linedata Services SA	25,8%	0,86	19,7%	CAC SMALL	216,6	-	77,7	35,9%	0,68
Microgen PLC	19,0%	1,46	19,0%	FTSE SMALLCAP	283,4	-	-	-	1,46
RealPage Inc	27,0%	1,62	36,6%	S&P 500	4 235,3	-	225,6	5,3%	1,56
Sapiens International Corporation N	27,0%	1,76	24,4%	S&P 500	517,1	-	5,5	1,1%	1,75
Simcorp A/S	22,0%	0,97	25,5%	COPENHAGEN ALL SHARE	2 322,4	-	21,1	0,9%	0,97
StatPro Group PLC	19,0%	1,12	10,6%	FTSE 250	86,8	-	22,8	26,3%	0,92
Temenos AG	18,0%	1,10	28,2%	EURO STOXX	7 972,6	-	220,5	2,8%	1,07
Harvest SA	25,8%	0,73	15,2%	CAC SMALL	98,3	-	(5,8)	(5,9%)	0,78
Moyenne		1,29			2 587,58			6,2%	1,24
Médiane		1,28			1 321,82			4,0%	1,23
Moyenne pondérée par les R²		1,32							1,27

(1) Calculé sur une période de 3 ans

(2) Sur la base du cours moyen pondéré 20 jours au 14/12/2018

(3) Dernière valeur publiée

(4) DFN (ou T) ÷ [Capi. +V(Mino.)], où DFN : dette financière nette et T : trésorerie nette

Marge d'erreur à 95%

Bêta min 0,19

Bêta moyen 1,06

Bêta max 1,24

Bêta max 1,43



7.2 Régression des bêtas du secteur des éditeurs de logiciels financiers

La régression des bêtas du secteurs de éditeurs de logiciels financiers en fonction de paramètres de risque (volatilité), de croissance (TMVA du CA) et de variabilité des marges (coefficient de variation des marges d'EBIT) permettent de recouper le bêta observé de la société (0,77 théorique contre 0,78 observé). Dans ce cadre, nous retenons la fourchette basse de l'intervalle de confiance statistique à 95% des bêtas observés sur ce secteur, soit 1,06.

Sociétés	β	CV(marges d'EBIT)	TMVA du CA	Volatilité	Multiple théorique	Ecart	Ecart normalisé
		2014-2017	2014-2017	1 an			
Moyenne	1,33	24,29%	14,88%	34,30%	1,33x	0,00x	0,00x
Ecart type	0,39	9,94%	6,37%	5,13%	0,37x	0,14x	1,00x
Broadridge Financial Solutions Inc	0,87	18,62%	22,51%	25,5%	0,83x	-0,04x	-0,28x
Envestnet Inc	1,34	42,72%	21,20%	31,9%	1,50x	0,16x	1,17x
First Derivatives PLC	2,28	37,59%	27,21%	47,0%	2,30x	0,01x	0,08x
Guidewire Software Inc	1,28	27,99%	17,40%	30,6%	1,20x	-0,08x	-0,58x
RealPage Inc	1,62	37,23%	15,07%	33,3%	1,45x	-0,16x	-1,17x
Simcorp A/S	0,97	18,38%	12,52%	33,8%	1,20x	0,23x	1,62x
StatPro Group PLC	1,12	20,78%	7,29%	32,6%	1,13x	0,01x	0,05x
Temenos AG	1,10	21,15%	12,87%	35,9%	1,35x	0,25x	1,81x
Linedata Services SA	0,86	12,97%	4,25%	29,5%	0,83x	-0,03x	-0,24x
Blackbaud Inc	1,33	18,19%	8,22%	35,8%	1,27x	-0,06x	-0,45x
Sapiens International Corporation NV	1,76	26,68%	16,82%	37,3%	1,54x	-0,22x	-1,57x
Ebix Inc	1,38	9,17%	13,25%	38,3%	1,32x	-0,06x	-0,44x
Iress Ltd	1,32	11,66%	6,16%	25,2%	0,59x	-0,74x	-5,25x
Microgen PLC	1,46	21,95%	19,85%	26,1%	0,89x	-0,57x	-4,08x
Ellie Mae Inc	1,19	35,09%	33,96%	37,5%	1,80x	0,61x	4,37x
Crealogix Holding AG	0,97	365,88%	16,01%	24,9%	5,58x	4,61x	32,94x
Bravura Solutions Ltd	1,10	125,61%	11,24%	40,1%	3,02x	1,92x	13,73x

Statistiques de la régression	Volatilité	TMVA du CA	CV(marges d'EBIT)	Constante
	1 an	2014-2017	2014-2017	
Paramètres	5,4	0,8	1,4	-1,0
Erreur type	1,0	1,0	0,6	0,3
R ² / erreur y	87%	0,2		
F / degrés de lib.	18,2	8,0		
Somme reg ²	1,6	0,2		
T de Student	0,04%	23,24%	3,22%	0,99%
	27,7%	6,2%	14,9%	
Bêta théorique Harvest	0,77			

7.3 Estimation du risque crédit Harvest

La société n'étant pas notée par les agences, nous nous sommes appuyés sur le modèle Fairness Finance de modélisation de la note de risque crédit qui permet l'appréciation de ce risque sur la base de cinq paramètres :

- Deux paramètres boursiers : la capitalisation boursière et la volatilité 12 mois du cours de bourse ;
- Trois paramètres financiers : le dernier ratio de couverture des frais fixes par la marge brute, le dernier ratio reports à nouveau rapporté au total du bilan et le dernier ratio dette financière nette rapportée au total de bilan.

Ce modèle permet de prédire la note de risque crédit applicable à une société cotée avec un coefficient R² sur la période considérée de 74% et avec un écart type de l'erreur de prévision inférieur à deux graduations.

Estimation du risque crédit Harvest			
	Valeur	Paramètre	Note
Note S&P	non notée		
Note Moody's	non notée		
Note Eikon (modèle smart credit ratios)	AA-		
Modélisation Fairness Finance :			
Constante de la régression		1,96E-01	
Taille	114,8	1,11E+00	6,9
Volatilité 12 mois	27,7%	-1,66E+00	2,1
Couverture frais fixes ⁽¹⁾	124,3%	1,26E+00	1,6
Reports à nouveau / Total actifs	33,6%	1,03E+00	0,3
Dette financière nette / Total actif	-33,9%	-1,21E+00	0,4
R ²		74,1%	
Note Fairness Finance (D=1, AAA=23)			11,3
Note Fairness Finance (format S&P)			BB
Intervalle de confiance de l'échantillon des éditeurs de logiciels français			BB- / BB+
Intervalle de confiance de l'échantillon des éditeurs de logiciels financiers			BB- / BB+

(1) Marge brute rapportée aux frais fixe opérationnels et financiers

La même méthodologie, appliquée aux comparables boursiers, extériorise un intervalle de confiance cohérent avec celui appliqué à la Société :

Echantillon des éditeurs de logiciels français : Estimation du risque crédit sectoriel							
	Note S&P	Note Moody's	Note Eikon (smart credit ratios)	Note Fairness Finance (S&P)	Note Fairness Finance (num)	Note composite (num)	Note composite (S&P)
Axway Software SA			BBB+	BB-	11,43	11,00	BB-
Coheris SA			A+	BB-	11,28	11,00	BB-
Dassault Systemes SE			A+	A-	16,99	17,00	A-
Dalet SA			A-	B+	10,21	10,00	B+
ESI Group SA			BBB	BB-	10,56	11,00	BB-
Esker SA			A	BB	11,64	12,00	BB
Generix Group France SA			BBB+	B+	10,26	10,00	B+
Iteso SA			A-	BB-	10,80	11,00	BB-
Linedata Services SA			BBB	BB-	11,09	11,00	BB-
Pharmagest Interactive SA			A	BB	12,23	12,00	BB
Sidetrade SA			A+	BB+	12,84	13,00	BB+
Opérateurs (échantillon global)						11,73	BB
Moyenne pondérée par la taille						16,63	A-
Ecart type						1,86	
Intervalle de confiance à 95%						1,25	
Borne basse de l'intervalle						10,48	B+
Borne haute de l'intervalle						12,98	BB+



Echantillon des éditeurs de logiciels financiers - Estimation du risque crédit sectoriel

	Note S&P	Note Moody's	Note Eikon (smart credit ratios)	Note Fairness Finance (S&P)	Note Fairness Finance (num)	Note composite (num)	Note composite (S&P)
Blackbaud Inc			BB+	BB	12,33	12,00	BB
Bravura Solutions Ltd			AA+	B+	9,63	10,00	B+
Broadridge Financial Solutions Inc	BBB+	Baa1	BB+	BBB	15,20	16,00	BBB+
Crealogix Holding AG			A-	BB	12,48	12,00	BB
Ebix Inc			BBB-	BB-	11,38	11,00	BB-
Ellie Mae Inc			A+	BB+	13,38	13,00	BB+
Envestnet Inc			BB	BB	12,21	12,00	BB
First Derivatives PLC			A	BB-	10,61	11,00	BB-
Guidewire Software Inc			BBB	BBB	15,04	15,00	BBB
Iress Ltd			BBB+	BB-	11,18	11,00	BB-
Linedata Services SA			BBB	BB-	11,09	11,00	BB-
Microgen PLC			A	BB	11,63	12,00	BB
RealPage Inc			BB	BB+	12,92	13,00	BB+
Sapiens International Corporation NV			A	B+	9,68	10,00	B+
Simcorp A/S			AA-	BBB-	13,53	14,00	BBB-
StatPro Group PLC			B+	B+	9,85	10,00	B+
Temenos AG			A	BBB-	14,11	14,00	BBB-
Opérateurs (échantillon global)						12,18	BB
Moyenne pondérée par la taille						13,90	BBB-
Ecart type						1,72	
Intervalle de confiance à 95%						0,89	
Borne basse de l'intervalle						11,29	BB-
Borne haute de l'intervalle						13,06	BB+

7.4 Volatilités sectorielles

Secteur des éditeurs de logiciels français	au 14/12/2018							
	20 jours	60 jours	6 mois	1 an	2 ans	3 ans	4 ans	5 ans
Axway Software SA	51,40%	35,91%	27,79%	25,45%	28,31%	27,89%	27,55%	27,83%
Coheris SA	27,18%	35,84%	36,03%	30,62%	34,47%	32,68%	32,83%	32,67%
Dalet SA	17,38%	25,40%	22,33%	33,17%	29,20%	31,82%	34,85%	34,22%
Dassault Systemes SE	41,49%	36,38%	29,34%	25,40%	21,17%	21,81%	22,27%	21,49%
ESI Group SA	29,05%	25,83%	33,66%	35,39%	33,64%	30,99%	29,22%	28,05%
Esker SA	27,21%	32,73%	26,66%	23,29%	24,12%	23,74%	24,68%	24,27%
Generix Group France SA	34,91%	34,87%	28,81%	28,32%	27,19%	25,80%	26,83%	34,19%
Itesoft SA	22,69%	22,99%	23,40%	24,49%	23,30%	25,10%	25,55%	27,63%
Linedata Services SA	23,02%	40,12%	31,57%	29,50%	26,79%	29,59%	28,48%	27,91%
Pharmagest Interactive SA	39,85%	39,82%	34,12%	31,39%	28,39%	27,45%	27,38%	27,10%
Sidetrade SA	40,05%	24,91%	19,91%	16,55%	24,23%	22,38%	19,83%	19,46%
Harvest SA	21,16%	27,49%	24,72%	27,65%	21,62%	22,31%	20,31%	19,32%
Moyenne	32,20%	32,25%	28,51%	27,60%	27,35%	27,20%	27,22%	27,71%
Moyenne hors extrêmes	31,72%	32,41%	28,63%	27,96%	27,24%	27,20%	27,20%	27,90%
Médiane	29,05%	34,87%	28,81%	28,32%	27,19%	27,45%	27,38%	27,83%
Moyenne yc Harvest	31,28%	31,86%	28,20%	27,60%	26,87%	26,80%	26,65%	27,01%
Ecart type	9,78%	5,90%	4,83%	4,82%	4,09%	3,70%	4,36%	4,94%
Marge d'erreur à 95%	6,22%	3,75%	3,07%	3,06%	2,60%	2,35%	2,77%	3,14%
Borne basse	25,07%	28,11%	25,13%	24,54%	24,27%	24,44%	23,88%	23,87%
Borne haute	37,50%	35,61%	31,26%	30,67%	29,47%	29,15%	29,42%	30,15%

Secteur des éditeurs de logiciels financiers	au 14/12/2018							
	20 jours	60 jours	6 mois	1 an	2 ans	3 ans	4 ans	5 ans
Blackbaud Inc	45,23%	50,88%	42,39%	35,75%	30,83%	30,81%	29,66%	28,47%
Bravura Solutions Ltd	56,78%	47,92%	42,79%	40,14%	33,66%	n.a.	n.a.	n.a.
Broadridge Financial Solutions Inc	31,28%	34,59%	30,53%	25,49%	20,57%	20,03%	20,06%	19,46%
Crealogix Holding AG	31,74%	29,27%	24,84%	24,94%	20,90%	19,79%	18,47%	17,49%
Ebix Inc	52,38%	61,22%	46,20%	38,33%	32,54%	34,46%	37,34%	37,28%
Ellie Mae Inc	44,00%	57,43%	43,96%	37,49%	34,89%	38,01%	38,67%	38,41%
Envestnet Inc	41,89%	42,06%	35,55%	31,93%	30,10%	34,17%	41,54%	40,91%
First Derivatives PLC	48,56%	80,23%	59,48%	47,02%	38,02%	34,29%	32,50%	33,63%
Guidewire Software Inc	49,45%	41,33%	34,17%	30,61%	27,17%	28,74%	28,59%	29,36%
Iress Ltd	35,26%	26,24%	27,73%	25,17%	22,53%	24,62%	24,62%	23,98%
Linedata Services SA	23,02%	40,12%	31,57%	29,50%	26,79%	29,59%	28,48%	27,91%
Microgen PLC	23,64%	26,64%	30,24%	26,06%	32,35%	29,61%	26,16%	23,75%
RealPage Inc	44,66%	45,46%	37,48%	33,27%	29,88%	29,44%	29,37%	34,08%
Sapiens International Corporation NV	32,02%	42,34%	33,48%	37,35%	34,38%	32,58%	33,16%	31,98%
Simcorp A/S	41,10%	45,61%	35,53%	33,83%	30,24%	30,78%	31,11%	30,18%
StatPro Group PLC	30,33%	35,32%	31,17%	32,65%	31,89%	28,33%	25,84%	24,28%
Temenos AG	50,22%	44,50%	39,25%	35,86%	29,45%	30,48%	31,46%	30,34%
Harvest SA	21,16%	27,49%	24,72%	27,65%	21,62%	22,31%	20,31%	19,32%
Moyenne	40,09%	44,19%	36,84%	33,26%	29,78%	29,73%	29,81%	29,47%
Moyenne hors extrêmes	40,12%	42,98%	36,14%	32,90%	29,84%	29,85%	29,79%	29,51%
Médiane	41,89%	42,34%	35,53%	33,27%	30,24%	30,05%	29,51%	29,77%
Moyenne yc Harvest	39,04%	43,26%	36,17%	32,95%	29,32%	29,30%	29,25%	28,87%
Ecart type	10,51%	13,22%	8,35%	5,82%	4,97%	4,95%	6,25%	6,65%
Marge d'erreur à 95%	5,23%	6,57%	4,15%	2,90%	2,47%	2,54%	3,21%	3,42%
Borne basse	33,81%	36,68%	32,02%	30,05%	26,85%	26,75%	26,04%	25,45%
Borne haute	44,27%	49,83%	40,32%	35,84%	31,80%	31,84%	32,47%	32,29%



7.5 Appréciation de la décote applicable aux multiples des méthodes analogiques

La formule que nous retenons se déduit de celle de Gordon-Shapiro pour 1 unité monétaire de cash-flow :

1/ Formule générale de la décote :

$$V_E \times (1 + D) = V_S$$

$$D = \frac{V_S}{V_E} - 1$$

2/ Formule de rente à l'infini de Gordon Shapiro :

$$V = \frac{CF_{n+1}}{T - g}$$

3/ Alors, pour un 1 UM de cash-flow :

$$D = \frac{\frac{1}{T_S - g_S}}{\frac{1}{T_E - g_E}} - 1$$

Soit

$$D = \frac{T_E - g_E}{T_S - g_S} - 1$$

Où

- V_E est la valeur issue des multiples moyens de l'échantillon ;
- D La décote recherchée ;
- V_S la valeur de la société ajustée pour tenir compte du différentiel de risque ;
- T_E Le coût du capital de l'échantillon de comparables ;
- g_E le taux de croissance à l'infini anticipé pour l'échantillon de comparables ;
- T_S Le coût du capital calculé pour la société (y compris effet taille) ;
- g_S le taux de croissance à l'infini anticipé pour l'échantillon de comparables ;



7.6 Régressions statistiques multifactorielles des multiples boursiers

7.6.1 SECTEUR DES EDITEURS DE LOGICIELS FRANÇAIS

Multiple de VE/CA :

Sociétés	VE/CA		EBV/CA		Valeur	Multiple théorique	Cost	Cost normalisé	Statistiques de la régression					
	2018	2019	18-20	2018					2019	2018	2019	EBV/CA	EBV/EBIT	Constante
Moyenne	2,61x	13,62%	6,52%	5,2	28%	2,61x	0,00x	0,00x	Paramètres	-4,0379	0,1130	11,0780	19,0970	-0,1967
Ecart type	2,20x	8,63%	5,90%	2,1	5%	2,15x	0,43x	1,00x	Erreur type	4,26E+00	2,26E-01	4,12E+00	5,26E+00	1,19E+00
Axway Software SA	0,95x	9,38%	1,46%	5,5	25,5%	1,36x	0,40x	0,93x	R ² /erreur y	96,10%	6,13E-01			
Coheris SA	0,47x	5,00%	3,16%	2,2	30,6%	0,12x	-0,34x	-0,79x	F/ degrés de lib.	30,78	5			
Dalet SA	0,76x	5,80%	2,86%	3,8	33,2%	0,31x	-0,44x	-1,02x	Somme reg ²	4,63E+01	1,88E+00			
Dassault Systemes SE	7,68x	31,67%	9,80%	10,2	25,4%	7,07x	-0,61x	-1,41x	T de Student	19,36%	31,88%	2,16%	0,75%	44,66%
ESI Group SA	1,54x	9,00%	8,92%	5,2	35,4%	1,67x	0,13x	0,29x	R ² ajusté	93,8%				
Esker SA	3,85x	14,75%	15,10%	5,8	23,3%	4,01x	0,16x	0,37x						
Iteso SA	1,01x	8,20%	-1,23%	3,1	24,5%	0,60x	-0,41x	-0,95x						
Linedata Services SA	1,72x	16,78%	1,65%	5,4	29,5%	2,61x	0,89x	2,05x						
Pharmagest Interactive SA	4,93x	27,00%	5,78%	6,7	31,4%	5,09x	0,15x	0,35x						
Sidetrade SA	3,17x	8,68%	17,66%	4,4	16,6%	3,24x	0,07x	0,17x						

Sociétés	VE/CA		EBV/CA		Valeur	Multiple théorique	Cost	Cost normalisé	Statistiques de la régression					
	2018	2019	18-20	2018					2019	2018	2019	EBV/CA	EBV/EBIT	Constante
Moyenne	2,39x	14,48%	6,52%	5,2	28%	2,39x	0,00x	0,00x	Paramètres	-4,1197	0,1682	5,6130	17,2987	-0,1890
Ecart type	1,96x	8,29%	5,90%	2,1	5%	1,92x	0,37x	1,00x	Erreur type	3,65E+00	1,74E-01	3,43E+00	4,31E+00	1,19E+00
Axway Software SA	0,94x	9,35%	1,46%	5,5	25,5%	1,38x	0,44x	1,18x	R ² /erreur y	96,42%	5,24E-01			
Coheris SA	0,45x	7,84%	3,16%	2,2	30,6%	0,37x	-0,08x	-0,22x	F/ degrés de lib.	33,69	5			
Dalet SA	0,74x	6,76%	2,86%	3,8	33,2%	0,35x	-0,39x	-1,07x	Somme reg ²	3,70E+01	1,37E+00			
Dassault Systemes SE	6,91x	31,68%	9,80%	10,2	25,4%	6,48x	-0,43x	-1,16x	T de Student	14,51%	18,89%	7,56%	0,51%	44,00%
ESI Group SA	1,42x	10,47%	8,92%	5,2	35,4%	1,49x	0,07x	0,20x	R ² ajusté	94,3%				
Esker SA	3,35x	15,07%	15,10%	5,8	23,3%	3,27x	-0,08x	-0,22x						
Iteso SA	1,02x	7,47%	-1,23%	3,1	24,5%	0,50x	-0,52x	-1,41x						
Linedata Services SA	1,70x	16,58%	1,65%	5,4	29,5%	2,41x	0,71x	1,92x						
Pharmagest Interactive SA	4,63x	27,96%	5,78%	6,7	31,4%	4,75x	0,12x	0,32x						
Sidetrade SA	2,69x	11,58%	17,66%	4,4	16,6%	2,86x	0,17x	0,47x						

Sociétés	VE/CA		EBV/CA		Valeur	Multiple théorique	Cost	Cost normalisé	Statistiques de la régression					
	2018	2019	18-20	2018					2019	2018	2019	EBV/CA	EBV/EBIT	Constante
Moyenne	2,46x	16,94%	7,18%	5,5	27%	2,46x	0,00x	0,00x	Paramètres	7,8771	0,3340	12,7711	12,8386	-4,8881
Ecart type	1,92x	8,17%	5,91%	2,2	5%	1,91x	0,13x	1,00x	Erreur type	2,89E+00	7,58E-02	2,43E+00	2,09E+00	9,52E-01
Axway Software SA	0,93x	11,20%	1,46%	5,5	25,5%	0,89x	-0,03x	-0,25x	R ² /erreur y	99,53%	2,14E-01			
Coheris SA	0,44x	10,07%	3,16%	2,2	30,6%	0,27x	-0,17x	-1,31x	F/ degrés de lib.	159,66	3			
Dalet SA	0,72x	7,88%	2,86%	3,8	33,2%	0,66x	-0,05x	-0,41x	Somme reg ²	2,93E+01	1,38E-01			
Dassault Systemes SE	6,37x	32,14%	9,80%	10,2	25,4%	6,21x	-0,16x	-1,23x	T de Student	3,61%	1,08%	0,67%	0,44%	0,85%
Esker SA	2,91x	14,78%	15,10%	5,8	23,3%	3,02x	0,11x	0,88x	R ² ajusté	99,1%				
Linedata Services SA	1,66x	16,85%	1,65%	5,4	29,5%	1,91x	0,24x	1,86x						
Pharmagest Interactive SA	4,41x	28,30%	5,78%	6,7	31,4%	4,48x	0,07x	0,55x						
Sidetrade SA	2,29x	14,33%	17,66%	4,4	16,6%	2,28x	-0,01x	-0,10x						

Multiple de VE/EBITDA :

Sociétés	VE/EBITDA		EBV/EBITDA		Valeur	Multiple théorique	Cost	Cost normalisé	Statistiques de la régression					
	2018	2019	18-20	2018					2019	2018	2019	EBV/EBITDA	EBV/EBIT	Constante
Moyenne	12,81x	18,62%	6,52%	5,2	28%	12,81x	0,00x	0,00x	Paramètres	-11,8383	0,5490	76,7746	18,3663	11,7442
Ecart type	7,21x	8,63%	5,90%	2,1	5%	6,76x	2,51x	1,00x	Erreur type	2,47E+01	1,31E+00	2,38E+01	3,05E+01	8,06E+00
Axway Software SA	8,27x	9,38%	1,46%	5,5	25,5%	9,02x	0,75x	0,30x	R ² /erreur y	87,88%	3,55E+00			
Coheris SA	2,72x	5,00%	3,16%	2,2	30,6%	5,95x	3,24x	1,29x	F/ degrés de lib.	9,06	5			
Dalet SA	6,15x	5,80%	2,86%	3,8	33,2%	5,85x	-0,30x	-0,12x	Somme reg ²	4,57E+02	6,30E+01			
Dassault Systemes SE	21,93x	31,67%	9,80%	10,2	25,4%	22,10x	0,17x	0,07x	T de Student	11,43%	34,58%	1,17%	28,64%	10,25%
ESI Group SA	19,98x	9,00%	8,92%	5,2	35,4%	11,14x	-2,85x	-1,13x	R ² ajusté	80,6%				
Esker SA	16,93x	14,75%	15,10%	5,8	23,3%	21,36x	4,43x	1,77x						
Iteso SA	8,49x	8,20%	-1,23%	3,1	24,5%	5,73x	-2,76x	-1,10x						
Linedata Services SA	6,91x	16,78%	1,65%	5,4	29,5%	9,06x	2,15x	0,86x						
Pharmagest Interactive SA	16,25x	27,00%	5,78%	6,7	31,4%	14,17x	-2,08x	-0,83x						
Sidetrade SA	26,45x	8,68%	17,66%	4,4	16,6%	23,70x	-2,75x	-1,10x						



Sociétés	VE/EBITDA	Marge d'EBIT	EBV/du CA	Inflation	Volat	Multiple Macrocap	Coût	Coût normalisé	Statistiques de la régression	Volat	Inflation	EBV/du CA	Marge d'EBIT	Constante
	2019	2019	18-20	2018	2018	2018	2018	2018						
Moyenne	11,15x	14,48%	6,52%	5,2	28%	11,15x	0,00x	0,00x	Paramètres	30,3432	0,8683	38,8043	16,5261	10,0323
Ecart type	5,45x	8,29%	5,90%	2,1	5%	5,11x	1,87x	1,00x	Erreur type	1,85E+01	8,79E-01	1,74E+01	2,18E+01	6,02E+00
Axway Software SA	8,19x	9,55%	1,46%	5,5	25,5%	9,27x	1,08x	0,58x	R ² /erreur y	88,18%	2,65E+00			
Coheris SA	2,42x	7,64%	3,16%	2,2	30,6%	5,17x	2,76x	1,47x	F/ degrés de lib.	9,32	5			
Dalet SA	5,43x	6,76%	2,86%	3,8	33,2%	5,47x	0,04x	0,02x	Somme reg ²	2,62E+02	3,51E+01			
Dassault Systemes SE	20,00x	31,68%	9,80%	10,2	25,4%	20,24x	0,24x	0,13x	T de Student	8,06%	18,44%	3,78%	24,14%	7,82%
ESI Group SA	11,22x	10,47%	8,92%	5,2	35,4%	9,02x	-2,20x	-1,17x	R ² ajusté	81,1%				
Esker SA	15,11x	15,07%	15,10%	5,8	23,3%	16,38x	1,27x	0,68x						
Iteso SA	9,47x	7,47%	-1,23%	3,1	24,5%	6,07x	-3,40x	-1,82x						
Linedata Services SA	6,77x	16,58%	1,65%	5,4	29,5%	9,13x	2,36x	1,26x						
Pharmagest Interactive SA	14,65x	27,96%	5,78%	6,7	31,4%	13,16x	-1,48x	-0,79x						
Sidetrade SA	18,26x	11,58%	17,66%	4,4	16,6%	17,59x	-0,68x	-0,36x						

Sociétés	VE/EBITDA	Marge d'EBIT	EBV/du CA	Inflation	Volat	Multiple Macrocap	Coût	Coût normalisé	Statistiques de la régression	Volat	Inflation	EBV/du CA	Marge d'EBIT	Constante
	2019	2019	18-20	2018	2018	2018	2018	2018						
Moyenne	9,84x	16,94%	7,18%	5,5	27%	9,84x	0,00x	0,00x	Paramètres	1,1807	1,1520	46,0401	16,2893	9,8898
Ecart type	5,12x	8,17%	5,91%	2,2	5%	5,07x	0,75x	1,00x	Erreur type	1,66E+01	4,36E-01	1,40E+01	1,20E+01	5,47E+00
Axway Software SA	7,08x	11,20%	1,46%	5,5	25,5%	6,30x	-0,79x	-1,04x	R ² /erreur y	97,83%	1,23E+00			
Coheris SA	2,10x	10,07%	3,16%	2,2	30,6%	3,14x	1,04x	1,38x	F/ degrés de lib.	33,88	3			
Dalet SA	4,70x	7,88%	2,86%	3,8	33,2%	4,45x	-0,25x	-0,33x	Somme reg ²	2,05E+02	4,54E+00			
Dassault Systemes SE	18,02x	32,14%	9,80%	10,2	25,4%	18,94x	0,92x	1,22x	T de Student	47,39%	3,87%	2,30%	13,45%	31,70%
Esker SA	13,54x	14,78%	15,10%	5,8	23,3%	13,47x	-0,07x	-0,09x	R ² ajusté	95,7%				
Linedata Services SA	6,58x	16,85%	1,65%	5,4	29,5%	7,16x	0,57x	0,76x						
Pharmagest Interactive SA	13,69x	28,30%	5,78%	6,7	31,4%	12,43x	-1,25x	-1,66x						
Sidetrade SA	13,00x	14,33%	17,66%	4,4	16,6%	12,83x	-0,18x	-0,23x						

Multiple de VE/EBIT :

Sociétés	VE/EBIT	Marge d'EBIT	EBV/du CA	Inflation	Volat	Multiple Macrocap	Coût	Coût normalisé	Statistiques de la régression	Volat	Inflation	EBV/du CA	Marge d'EBIT	Constante
	2019	2019	18-20	2018	2018	2018	2018	2018						
Moyenne	17,74x	13,62%	6,52%	5,2	28%	17,74x	0,00x	0,00x	Paramètres	92,2569	0,4334	113,4276	19,3578	21,6205
Ecart type	8,38x	8,63%	5,90%	2,1	5%	6,11x	2,08x	1,00x	Erreur type	2,05E+01	1,08E+00	1,98E+01	2,53E+01	6,69E+00
Axway Software SA	10,16x	9,38%	1,46%	5,5	25,5%	11,93x	1,77x	0,85x	R ² /erreur y	93,81%	2,95E+00			
Coheris SA	9,32x	5,00%	3,16%	2,2	30,6%	12,27x	2,95x	1,42x	F/ degrés de lib.	18,96	5			
Dalet SA	13,07x	5,80%	2,86%	3,8	33,2%	10,33x	-2,75x	-1,32x	Somme reg ²	6,59E+02	4,34E+01			
Dassault Systemes SE	24,24x	31,67%	9,80%	10,2	25,4%	23,69x	-0,55x	-0,27x	T de Student	4,71%	35,26%	0,11%	23,93%	1,16%
ESI Group SA	17,16x	9,00%	8,92%	5,2	35,4%	16,26x	-0,90x	-0,43x	R ² ajusté	90,1%				
Esker SA	26,11x	14,75%	15,10%	5,8	23,3%	29,22x	3,11x	1,49x						
Iteso SA	12,31x	8,20%	-1,23%	3,1	24,5%	10,11x	-2,20x	-1,06x						
Linedata Services SA	10,23x	16,78%	1,65%	5,4	29,5%	11,94x	1,71x	0,82x						
Pharmagest Interactive SA	18,28x	27,00%	5,78%	6,7	31,4%	17,24x	-1,04x	-0,50x						
Sidetrade SA	36,53x	8,68%	17,66%	4,4	16,6%	34,43x	-2,10x	-1,01x						

Sociétés	VE/EBIT	Marge d'EBIT	EBV/du CA	Inflation	Volat	Multiple Macrocap	Coût	Coût normalisé	Statistiques de la régression	Volat	Inflation	EBV/du CA	Marge d'EBIT	Constante
	2019	2019	18-20	2018	2018	2018	2018	2018						
Moyenne	14,82x	14,48%	6,52%	5,2	28%	14,82x	0,00x	0,00x	Paramètres	34,8196	0,5167	52,8031	12,9214	16,3813
Ecart type	5,66x	8,29%	5,90%	2,1	5%	5,26x	2,09x	1,00x	Erreur type	2,06E+01	9,80E-01	1,93E+01	2,43E+01	6,70E+00
Axway Software SA	9,88x	9,55%	1,46%	5,5	25,5%	12,39x	2,51x	1,20x	R ² /erreur y	86,41%	2,95E+00			
Coheris SA	5,93x	7,64%	3,16%	2,2	30,6%	9,53x	3,60x	1,73x	F/ degrés de lib.	7,95	5			
Dalet SA	11,01x	6,76%	2,86%	3,8	33,2%	9,17x	-1,84x	-0,88x	Somme reg ²	2,77E+02	4,35E+01			
Dassault Systemes SE	21,82x	31,68%	9,80%	10,2	25,4%	22,09x	0,26x	0,13x	T de Student	7,57%	31,02%	2,06%	30,89%	2,92%
ESI Group SA	13,54x	10,47%	8,92%	5,2	35,4%	12,82x	-0,72x	-0,34x	R ² ajusté	78,3%				
Esker SA	22,26x	15,07%	15,10%	5,8	23,3%	21,21x	-1,05x	-0,51x						
Iteso SA	13,68x	7,47%	-1,23%	3,1	24,5%	9,78x	-3,89x	-1,87x						
Linedata Services SA	10,23x	16,58%	1,65%	5,4	29,5%	11,90x	1,67x	0,80x						
Pharmagest Interactive SA	16,56x	27,96%	5,78%	6,7	31,4%	15,56x	-1,00x	-0,48x						
Sidetrade SA	23,25x	11,58%	17,66%	4,4	16,6%	23,71x	0,46x	0,22x						

Sociétés	VE/EBIT	Marge d'EBIT	EBV/du CA	Inflation	Volat	Multiple Macrocap	Coût	Coût normalisé	Statistiques de la régression	Volat	Inflation	EBV/du CA	Marge d'EBIT	Constante
	2019	2019	18-20	2018	2018	2018	2018	2018						
Moyenne	12,83x	16,94%	7,18%	5,5	27%	12,83x	0,00x	0,00x	Paramètres	38,6076	1,6980	84,9913	7,9998	11,6688
Ecart type	5,34x	8,17%	5,91%	2,2	5%	5,26x	0,96x	1,00x	Erreur type	2,12E+01	5,55E-01	1,78E+01	1,53E+01	6,97E+00
Axway Software SA	8,27x	11,20%	1,46%	5,5	25,5%	7,92x	-0,35x	-0,36x	R ² /erreur y	96,78%	1,57E+00			
Coheris SA	4,35x	10,07%	3,16%	2,2	30,6%	5,83x	1,48x	1,54x	F/ degrés de lib.	22,51	3			
Dalet SA	9,09x	7,88%	2,86%	3,8	33,2%	9,35x	0,26x	0,27x	Somme reg ²	2,21E+02	7,37E+00			
Dassault Systemes SE	19,81x	32,14%	9,80%	10,2	25,4%	21,26x	1,45x	1,51x	T de Student	8,28%	2,75%	0,88%	31,91%	9,63%
Esker SA	19,67x	14,78%	15,10%	5,8	23,3%	18,89x	-0,78x	-0,82x	R ² ajusté	93,6%				
Linedata Services SA	9,86x	16,85%	1,65%	5,4	29,5%	8,91x	-0,95x	-0,99x						
Pharmagest Interactive SA	15,58x	28,30%	5,78%	6,7	31,4%	14,42x	-1,16x	-1,21x						
Sidetrade SA	15,98x	14,33%	17,66%	4,4	16,6%	16,04x	0,06x	0,06x						

7.6.2 SECTEUR DES EDITEURS DE LOGICIELS FINANCIERS

Multiple de VE/CA :

Sociétés	VE/CA	Marge d'EBIT	EBV/CA	Inf.Labil.	Solrat	Multiple théorique	Ecart	Ecart normalisé	Statistiques de la régression	Inf.Labil.	EBV/CA	Marge d'EBIT	Cout.Capitaux
	2015	2014	18-20	2014	2014								
Moyenne	4,07x	17,83%	8,67%	6,8	34%	4,07x	0,00x	0,00x	Paramètres	0,3517	23,7317	24,8466	-6,8058
Ecart type	2,37x	6,62%	3,30%	1,3	6%	2,18x	0,93x	1,00x	Erreur type	3,90E-01	1,08E+01	7,16E+00	1,63E+00
Blackbaud Inc	4,46x	19,49%	5,52%	8,0	35,8%	4,16x	-0,30x	-0,32x	R ² / erreur y	84,50%	1,10E+00		
Bravura Solutions Ltd	3,73x	14,48%	8,98%	6,3	40,1%	3,14x	-0,59x	-0,63x	F / degrés de lib	18,17	10		
Crealogix Holding AG	1,88x	3,36%	13,78%	5,0	24,9%	1,06x	-0,81x	-0,87x	Somme reg ¹	6,65E+01	1,22E+01		
Ellie Mae Inc	4,37x	16,28%	7,49%	7,6	37,5%	3,70x	-0,66x	-0,71x	T de Student	19,40%	2,62%	0,30%	0,72%
Envestnet Inc	3,31x	16,37%	12,02%	7,7	31,9%	4,82x	1,51x	1,62x	R ² ajusté	79,8%			
First Derivatives PLC	2,51x	12,94%	10,82%	6,5	47,0%	3,25x	0,75x	0,80x					
Iress Ltd	4,62x	22,51%	6,36%	7,1	25,2%	4,79x	0,18x	0,19x					
Linedata Services SA	1,72x	16,78%	1,65%	5,4	29,5%	1,64x	-0,07x	-0,08x					
Microgen PLC	3,65x	22,91%	6,64%	5,6	26,1%	4,45x	0,79x	0,85x					
RealPage Inc	5,82x	23,49%	12,86%	8,4	33,3%	7,02x	1,20x	1,28x					
Sapiens International Corporation NV	2,04x	13,38%	7,46%	6,2	37,3%	2,48x	0,44x	0,47x					
Simcorp A/S	6,16x	26,49%	8,89%	7,8	33,8%	6,61x	0,45x	0,48x					
StatPro Group PLC	1,73x	11,28%	6,29%	4,5	32,6%	1,05x	-0,67x	-0,72x					
Temenos AG	10,96x	29,80%	12,64%	9,0	35,9%	8,75x	-2,21x	-2,36x					

Sociétés	VE/CA	Marge d'EBIT	EBV/CA	Inf.Labil.	Solrat	Multiple théorique	Ecart	Ecart normalisé	Statistiques de la régression	Inf.Labil.	EBV/CA	Marge d'EBIT	Cout.Capitaux
	2015	2014	18-20	2014	2014								
Moyenne	3,71x	18,70%	8,67%	6,8	34%	6,67x	2,96x	0,28x	Paramètres	0,5522	9,2955	20,6240	-4,7013
Ecart type	2,08x	6,35%	3,30%	1,3	6%	10,06x	10,51x	1,00x	Erreur type	2,62E-01	7,79E+00	5,03E+00	1,27E+00
Blackbaud Inc	4,26x	17,75%	5,52%	8,0	35,8%	3,89x	-0,37x	-0,04x	R ² / erreur y	87,34%	8,77E-01		
Bravura Solutions Ltd	3,37x	15,98%	8,98%	6,3	40,1%	2,90x	-0,47x	-0,04x	F / degrés de lib	22,99	10		
Crealogix Holding AG	1,59x	8,86%	13,78%	5,0	24,9%	1,18x	-0,41x	-0,04x	Somme reg ¹	5,31E+01	7,70E+00		
Ellie Mae Inc	4,11x	16,57%	7,49%	7,6	37,5%	3,63x	-0,48x	-0,05x	T de Student	3,05%	13,02%	0,11%	0,20%
Envestnet Inc	2,97x	15,84%	12,02%	7,7	31,9%	3,94x	0,96x	0,09x	R ² ajusté	83,5%			
First Derivatives PLC	2,26x	13,22%	10,82%	6,5	47,0%	2,62x	0,35x	0,03x					
Iress Ltd	4,33x	23,49%	6,36%	7,1	25,2%	4,66x	0,33x	0,03x					
Linedata Services SA	1,70x	16,58%	1,65%	5,4	29,5%	1,84x	0,14x	0,01x					
Microgen PLC	3,44x	24,73%	6,64%	5,6	26,1%	4,13x	0,69x	0,07x					
RealPage Inc	5,06x	24,97%	12,86%	8,4	33,3%	6,25x	1,19x	0,11x					
Sapiens International Corporation NV	1,91x	12,65%	7,46%	6,2	37,3%	2,05x	0,14x	0,01x					
Simcorp A/S	5,62x	27,36%	8,89%	7,8	33,8%	6,05x	0,42x	0,04x					
StatPro Group PLC	1,62x	12,35%	6,29%	4,5	32,6%	42,39x	40,76x	3,88x					
Temenos AG	9,67x	31,38%	12,64%	9,0	35,9%	7,90x	-1,77x	-0,17x					

Sociétés	VE/CA	Marge d'EBIT	EBV/CA	Inf.Labil.	Solrat	Multiple théorique	Ecart	Ecart normalisé	Statistiques de la régression	Inf.Labil.	EBV/CA	Marge d'EBIT	Cout.Capitaux
	2015	2014	18-20	2014	2014								
Moyenne	3,51x	19,97%	8,51%	6,8	33%	6,13x	2,62x	0,29x	Paramètres	0,4550	7,6565	18,8818	-4,0127
Ecart type	1,89x	6,40%	3,37%	1,3	5%	8,48x	8,93x	1,00x	Erreur type	2,48E-01	7,29E+00	4,90E+00	1,17E+00
Blackbaud Inc	4,00x	18,16%	5,52%	8,0	35,8%	3,48x	-0,52x	-0,06x	R ² / erreur y	87,41%	8,07E-01		
Bravura Solutions Ltd	3,14x	17,11%	8,98%	6,3	40,1%	2,77x	-0,36x	-0,04x	F / degrés de lib	20,83	9		
Crealogix Holding AG	1,45x	9,03%	13,78%	5,0	24,9%	1,04x	-0,41x	-0,05x	Somme reg ¹	4,07E+01	5,86E+00		
Ellie Mae Inc	3,78x	18,37%	7,49%	7,6	37,5%	3,51x	-0,27x	-0,03x	T de Student	5,01%	16,05%	0,19%	0,37%
Envestnet Inc	2,64x	16,27%	12,02%	7,7	31,9%	3,49x	0,85x	0,10x	R ² ajusté	83,2%			
Iress Ltd	4,08x	24,66%	6,36%	7,1	25,2%	4,37x	0,29x	0,03x					
Linedata Services SA	1,66x	16,85%	1,65%	5,4	29,5%	1,74x	0,08x	0,01x					
Microgen PLC	3,21x	25,02%	6,64%	5,6	26,1%	3,79x	0,58x	0,06x					
RealPage Inc	4,57x	26,15%	12,86%	8,4	33,3%	5,71x	1,14x	0,13x					
Sapiens International Corporation NV	1,77x	14,92%	7,46%	6,2	37,3%	2,22x	0,45x	0,05x					
Simcorp A/S	5,19x	27,70%	8,89%	7,8	33,8%	5,42x	0,23x	0,03x					
StatPro Group PLC	1,53x	13,00%	6,29%	4,5	32,6%	34,99x	33,46x	3,75x					
Temenos AG	8,64x	32,42%	12,64%	9,0	35,9%	7,16x	-1,47x	-0,17x					

Multiples de VE/EBITDA :

Sociétés	VE/EBITDA	Marge d'EBIT	EBV/CA	Inf.Labil.	Solrat	Multiple théorique	Ecart	Ecart normalisé	Statistiques de la régression	Inf.Labil.	EBV/CA	Marge d'EBIT	Cout.Capitaux
	2015	2014	18-20	2014	2014								
Moyenne	16,73x	19,07%	7,96%	7,2	33%	16,73x	0,00x	0,00x	Paramètres	1,1267	65,9276	48,9519	-5,9207
Ecart type	5,23x	5,37%	3,22%	1,4	6%	4,98x	1,61x	1,00x	Erreur type	4,73E-01	1,87E+01	1,18E+01	2,89E+00
Blackbaud Inc	19,36x	19,49%	5,52%	8,0	35,8%	16,28x	-3,08x	-1,91x	R ² / erreur y	90,51%	1,94E+00		
Broadridge Financial Solutions Inc	14,53x	16,22%	4,83%	9,3	25,5%	15,68x	1,15x	0,71x	F / degrés de lib	28,62	9		
Ellie Mae Inc	16,39x	16,28%	7,49%	7,6	37,5%	15,60x	-0,80x	-0,49x	Somme reg ¹	3,22E+02	3,37E+01		
Envestnet Inc	17,21x	16,37%	12,02%	7,7	31,9%	18,71x	1,50x	0,93x	T de Student	2,05%	0,33%	0,12%	3,53%
First Derivatives PLC	13,95x	12,94%	10,82%	6,5	47,0%	14,87x	0,92x	0,57x	R ² ajusté	87,4%			
Iress Ltd	16,46x	22,51%	6,36%	7,1	25,2%	17,30x	0,85x	0,53x					
Linedata Services SA	6,91x	16,78%	1,65%	5,4	29,5%	9,44x	2,53x	1,57x					
Microgen PLC	15,27x	22,91%	6,64%	5,6	26,1%	16,04x	0,77x	0,48x					
RealPage Inc	21,79x	23,49%	12,86%	8,4	33,3%	23,47x	1,67x	1,04x					
Sapiens International Corporation NV	13,95x	13,38%	7,46%	6,2	37,3%	12,58x	-1,36x	-0,85x					
Simcorp A/S	22,29x	26,49%	8,89%	7,8	33,8%	21,64x	-0,65x	-0,40x					
StatPro Group PLC	10,89x	11,28%	6,29%	4,5	32,6%	8,77x	-2,12x	-1,31x					
Temenos AG	28,51x	29,80%	12,64%	9,0	35,9%	27,12x	-1,39x	-0,86x					



Sociétés	Marge d'EBIT		EBV/Ado CA		EBIT/Ado CA		EBIT/Ado CA		EBIT/Ado CA		Statistiques de la régression				
	2020	2020	18-20	2020	2020	2020	2020	2020	2020	2020	EBV/Ado CA	Marge d'EBIT	EBV/Ado CA	Marge d'EBIT	
Moyenne	16,72x	20,21%	8,47%	6,9	32%	16,72x	0,00x	0,00x	0,00x	0,00x	Paramètres	2,5051	23,1745	-0,2083	42,3889
Ecart type	4,63x	6,60%	3,50%	1,4	4%	3,87x	2,54x	1,00x	1,00x	1,00x	Erreur type	9,61E-01	2,82E+01	1,90E+01	4,55E+00
Blackbaud Inc	22,05x	18,16%	5,52%	8,0	35,8%	18,91x	-3,14x	-1,23x	-1,23x	-1,23x	R ² erreur y	69,86%	3,11E+00		
Crealogix Holding AG	16,05x	9,03%	13,78%	5,0	24,9%	13,39x	-2,65x	-1,04x	-1,04x	-1,04x	F / degrés de lib	6,18	8		
Ellie Mae Inc	20,56x	18,37%	7,49%	7,6	37,5%	18,45x	-2,11x	-0,83x	-0,83x	-0,83x	Somme reg ²	1,80E+02	7,76E+01		
Investnet Inc	16,21x	16,27%	12,02%	7,7	31,9%	19,88x	3,47x	1,36x	1,36x	1,36x	T de Student	1,56%	21,77%	49,58%	30,69%
Iress Ltd	16,54x	24,66%	6,36%	7,1	25,2%	16,85x	0,31x	0,12x	0,12x	0,12x	R ² ajusté	58,6%			
Unidata Services SA	9,86x	16,85%	1,65%	5,4	29,5%	11,43x	1,57x	0,62x	0,62x	0,62x					
Microgen PLC	12,84x	25,02%	6,64%	5,6	26,1%	13,24x	0,40x	0,16x	0,16x	0,16x					
RealPage Inc	17,47x	26,15%	12,86%	8,4	33,3%	21,46x	3,99x	1,57x	1,57x	1,57x					
Sapiens International Corporation NV	11,85x	14,92%	7,46%	6,2	37,3%	14,96x	3,12x	1,22x	1,22x	1,22x					
Silmcorp A/S	18,75x	27,70%	8,89%	7,8	33,8%	19,03x	0,27x	0,11x	0,11x	0,11x					
StatPro Group PLC	11,77x	13,00%	6,29%	4,5	32,6%	10,22x	-1,54x	-0,61x	-0,61x	-0,61x					
Temenos AG	26,64x	32,42%	12,64%	9,0	35,9%	22,98x	-3,67x	-1,44x	-1,44x	-1,44x					

7.7 Échantillon de transactions majoritaires comparables retenu

Cible	Localisation	Acquéreur	Source	Date d'annonce	% du capital acquis	Montant du deal	Devise	VE / CA retenu	VE / EBITDA retenu	VE / EBIT retenu
APL Italiana S.p.A	Italie	SimCorp A/S	Press	29-juin-17	100,0%	35,0	EUR	2,1x	na	7,3x
Archway Technology Partners, LLC	Etats-Unis	SEI Investments Company	Press	5-juil.-17	100,0%	88,0	USD	4,9x	na	24,4x
Avaloq group AG (35% Stake)	Suisse	Warburg Pincus LLC	Press release Avaloq	22-mars-17	35,0%	350,0	CHF	1,9x	12,2x	na
Basware Corporation (Financial Performance Solutions and Banking business)	Finlande	Verdane Capital Advisors AS	Basware interim report	2-févr.-18	100,0%	35,0	EUR	2,3x	na	na
Charles River Systems, Inc.	Etats-Unis	State Street Corporation	Press release State Street	20-juil.-18	100,0%	2 600,0	USD	8,7x	na	na
Cinnober Financial Technology AB	Suède	Nasdaq Inc	Offer document	14-sept.-18	100,0%	1 702,0	SEK	4,9x	ns	ns
DH Corporation	Canada	Vista Equity Partners	Press, annual report	13-mars-17	100,0%	4 800,0	CAD	2,9x	11,5x	ns
Emric AB	Suède	Tieto Corporation	Press release, Reuters	1-sept.-16	100,0%	300,0	SEK	1,6x	na	na
Fidessa Group Plc	Royaume-Uni	ION Investment Group Limited	Fidessa annual report, press	20-avr.-18	100,0%	1 500,0	GBP	4,2x	16,8x	30,2x
GAIN Capital Holdings, Inc. (GTX ECN business)	Allemagne	360 Treasury Systems AG	Gain Capital report	30-mai-18	100,0%	85,0	EUR	2,7x	17,3x	na
Gilliland Gold Young Consulting Inc.	Canada	Moody's Corporation	Deal Press release, Moody's Annual report	1-mars-16	100,0%	86,9	USD	3,1x	na	na
IntraLinks Holdings, Inc.	Etats-Unis	SS&C Technologies Holdings, Inc.	Press release	6-sept.-18	100,0%	1 500,0	USD	5,0x	11,4x	na
Investment Technology Group, Inc.	Etats-Unis	Virtu Financial, Inc.	Bloomberg, annual report	7-nov.-18	100,0%	1 000,0	USD	2,1x	18,6x	ns
ISCS, Inc.	Etats-Unis	Guidewire Software, Inc.	Press	19-déc.-16	100,0%	160,0	USD	3,9x	na	na
Lombard Risk Management Plc	Royaume-Uni	Vermeg Group N.V.	Press release, annual report Lombard Risk Management	11-janv.-18	100,0%	52,1	GBP	1,5x	20,0x	ns
Prima Solutions SA	France	The Carlyle Group	Les Echos	6-sept.-17	100,0%	50,0	EUR	2,5x	na	na
Rubik	Australie	Temenos	Press release	14-févr.-17	100,0%	68,0	AUD	1,6x	10,5x	na
Sequel Business Solutions Limited	Royaume-Uni	Verisk Analytics, Inc.	Press release	21-août-17	100,0%	250,0	GBP	9,6x	20,8x	na
StoneRiver, Inc.	Etats-Unis	Sapiens International Corporation	Press release	15-févr.-17	100,0%	102,0	USD	1,3x	na	na
Systar	France	Axway	Press release	17-avr.-14	61,0%	34,3	EUR	2,8x	9,5x	na
Target Group Limited	Royaume-Uni	Tech Mahindra Limited	Press release, Annual report Target Group	27-mai-16	100,0%	112,0	GBP	2,2x	16,4x	25,0x
Temenos	Luxembourg	Multifonds	Press	4-mars-15	100,0%	235,0	EUR	na	17,5x	na
TMX Group Limited	Royaume-Uni	Trayport Limited	Press release TMX	27-oct.-17	100,0%	550,0	GBP	9,5x	18,3x	na
UBS Delta	Suisse	StatPro Group plc	Press	7-avr.-17	100,0%	13,0	EUR	0,9x	6,5x	na
Vertafore, Inc.	Etats-Unis	Bain Capital, LP.; Vista Equity Partners	Press	2-mai-16	75,0%	2 700,0	USD	7,4x	20,0x	na
Yodlee	Etats-Unis	Envestnet		10-août-15	100,0%	590,0	USD	6,6x	ns	na
Moyenne						730,7		3,8x	15,2x	21,7x
Mediane						197,5		2,8x	16,8x	24,7x
Moyenne hors extrêmes						591,1		3,7x	15,4x	24,7x
Ecart Type						1 121,0		2,6x	4,3x	8,6x
Nombre d'observations						26		25	15	4
Intervalle de confiance à 95%						452,8		1,1x	2,4x	19,8x
Borne basse						277,9		2,8x	12,8x	8,0x
Borne haute						1 183,5		4,9x	17,6x	35,5x

7.8 Tableau de passage entre les différents EBITDA 2018 utilisés

A titre d'illustration des différents retraitements appliquée aux agrégats, nous présentons ci-après le tableau de passage entre les différents EBITDA 2018 :

Tableau de passage entre les EBITDA 2018	
	k€
Résultat d'exploitation estimatif management	4 224,7
Dotations aux amortissements estimative management	465,0
EBITDA estimatif management	4 689,7
Participation	-701,4
Forfait social	-140,3
EBITDA reporté estimé (présentation BM&A)	3 848,0
<i>vs EBITDA reporté (BP Initiateur)</i>	<i>4 875,4</i>
Ajustements comptables :	
CVAE	363,0
Gratuité de loyers	-102,0
Éléments non récurrents :	
EBITDA négatif MoneyPitch	1 634,8
Charges non récurrentes diverses	0,0
Éléments de normalisation :	
Taux du CICE	0,0
Coût de cotation du titre Harvest	122,3
Charges de loyer "rue de la Baume"	0,0
EBITDA Harvest Group	163,8
Total ajustements (BP Initiateur)	2 181,9
Partage de profits	-180,0
Ajustements après partage de profits (BP Initiateur)	2 001,9
EBITDA "normatif" (sur le modèle du BP initiateur)	5 849,9
<i>vs EBITDA ajusté BP Initiateur</i>	<i>6 872,0</i>
Réintégration des charges "MoneyPitch"	-1 634,8
Total ajustements (BP initiateur)	2 181,9
Total ajustements (hors R&D)	547,1
Coefficient de proportionnalité	25%
Ajustement du partage de profits ⁽¹⁾	134,8
EBITDA "normatif BM&A" (non ajusté des charges de R&D)	4 350,0

(1) Retraitement proportionnel de l'ajustement BP Initiateur

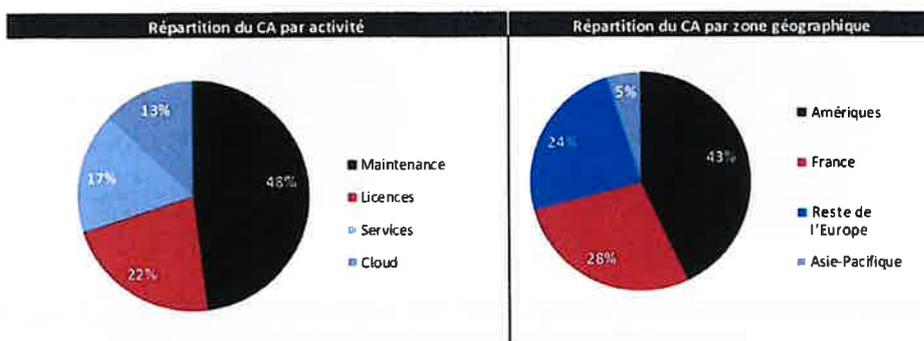


7.9 Activités et principales caractéristiques des sociétés retenues dans l'échantillon des éditeurs de logiciels français



Axway Software SA

Axway Software est une société française spécialisée dans la conception de logiciels. Le produit phare de la Société, AMPLIFY, permet d'assurer l'intégration des data orientée cloud et de fournir des plateformes d'engagement permettant aux sociétés de gérer leur réseaux d'expérience consommateur.



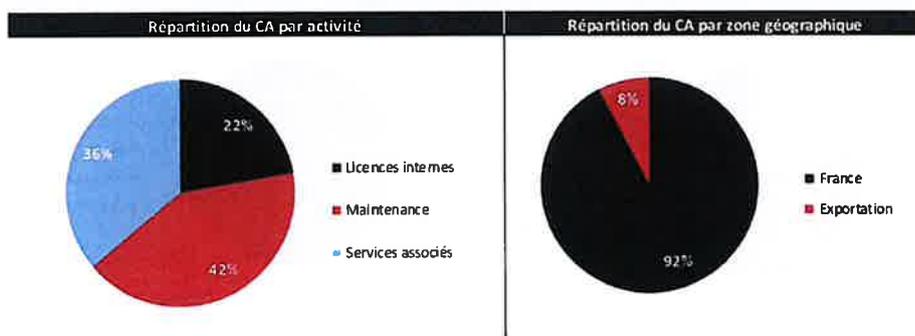
Données financières (en M€)

	2017	2018 E	2019 E	2020 E
Chiffre d'affaires	300	291	293	299
EBIT	41	27	28	34
En % du chiffre d'affaires	13.5%	9.4%	9.6%	11.2%
Capitalisation boursière	256			
Valeur d'entreprise	277			



Coheris SA

Coheris est une société française spécialisée dans la conception de logiciels spécialisés dans les logiciels de gestion de relation client (CRM), de business intelligence et la solutions de business collaboratifs. La Société conçoit une large gamme de suites logicielles.

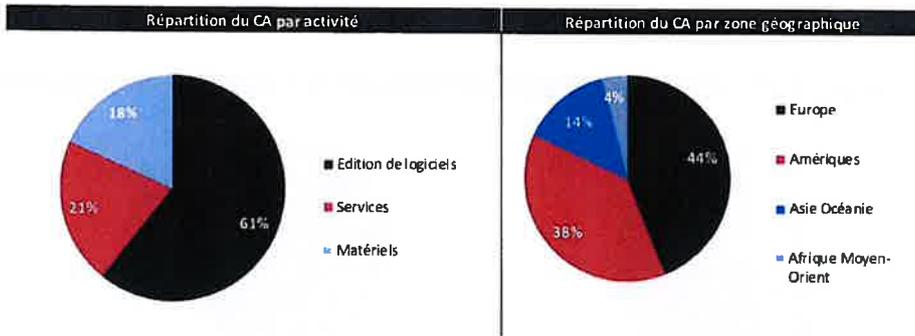


Données financières (en M€)

	2017	2018 E	2019 E	2020 E
Chiffre d'affaires	14	14	14	15
EBIT	1	1	1	2
En % du chiffre d'affaires	5.3%	5.0%	7.6%	10.1%
Capitalisation boursière	9			
Valeur d'entreprise	7			

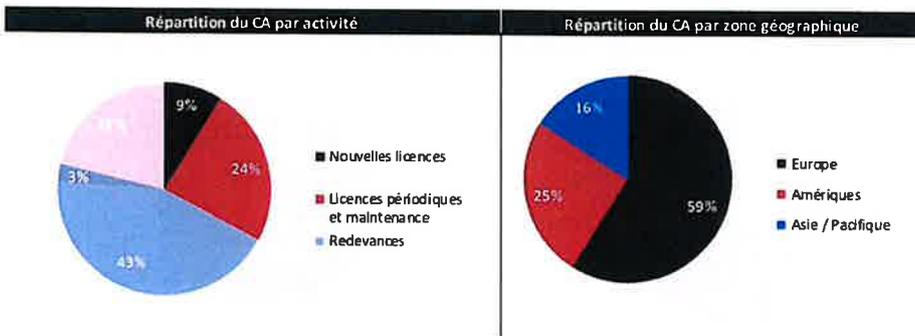


Dalet SA est une société française spécialisée dans le développement de solutions logicielles facilitant la gestion et la distribution de contenus audio et vidéo. Ces produits ont pour objectif de capturer, d'éditer et de stocker des contenus media digitaux.



Données financières (en MC)				
	2017	2018 E	2019 E	2020 E
Chiffre d'affaires	51	55	56	58
EBIT	2	3	4	5
En % du chiffre d'affaires	3.6%	5.8%	6.8%	7.9%
Capitalisation boursière	44			
Valeur d'entreprise	42			

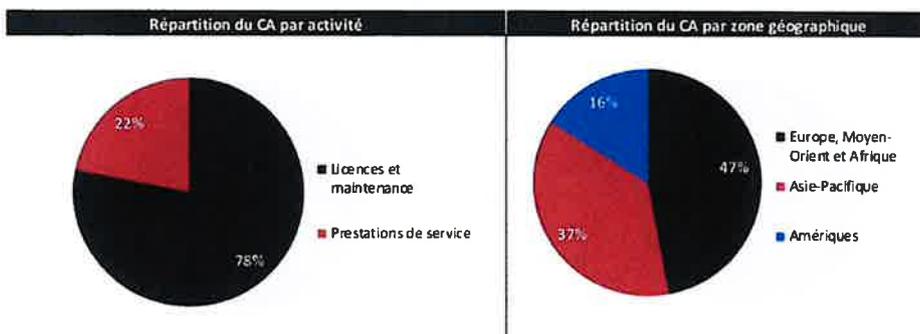
Dassault Systèmes est une société française spécialisée dans la conception et la vente de solutions software. La gamme de produit de la société inclut notamment des offres dédiés à la modélisation et la simulation scientifique de la production et à l'optimisation logistique. Elles trouvent leurs débouchés dans la logistique, la modélisation scientifique, la gestion des ressources naturelles, les transports, le bâtiment, etc.



Données financières (en MC)				
	2017	2018 E	2019 E	2020 E
Chiffre d'affaires	3 228	3 446	3 827	4 155
EBIT	1 037	1 091	1 212	1 335
En % du chiffre d'affaires	32.1%	31.7%	31.7%	32.1%
Capitalisation boursière	27 680			
Valeur d'entreprise	26 454			



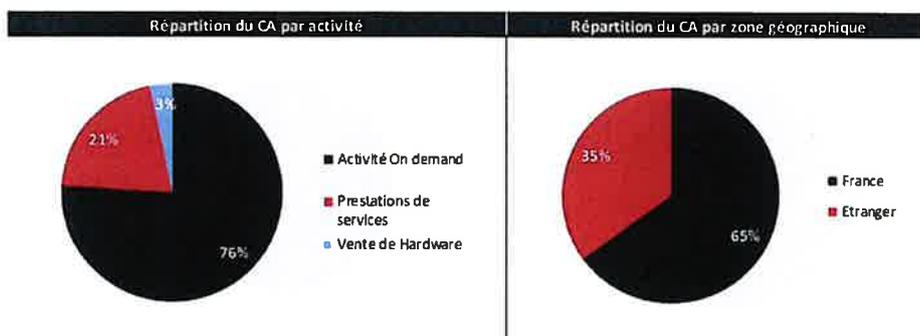
ESI Group est une société française spécialisée dans la conception et la distribution de suites logicielles conçues pour les tests virtuels. Elle développe des solutions de simulation digitale pour les simulations numériques de prototypes et l'ingénierie de process industriels dans la mécanique appliquée



Données financières (en M€)

	2017	2018 E	2019 E	2020 E
Chiffre d'affaires	141	146	139	152
EBIT	14	14	7	15
En % du chiffre d'affaires	9.8%	9.7%	4.8%	9.8%
Capitalisation boursière	185			
Valeur d'entreprise	232			

Esker est une société française spécialisée dans la conception et la production de logiciels qui permettent l'élimination du papier dans les process de gestion des entreprises. Sa gamme de produits inclut notamment des solutions de dématérialisation, des serveurs de fax et des adresses hôtes.

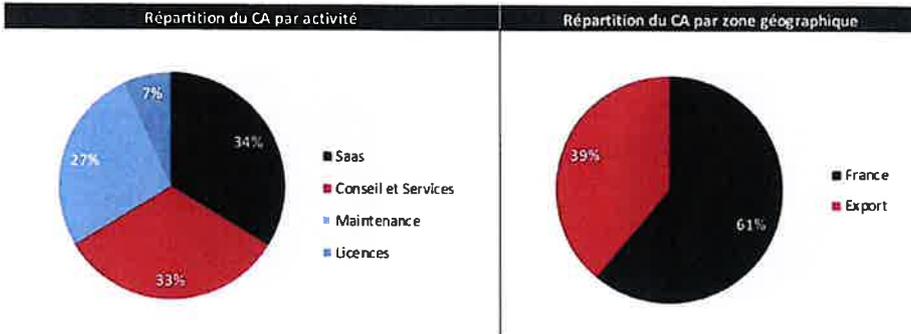


Données financières (en M€)

	2017	2018 E	2019 E	2020 E
Chiffre d'affaires	76	86	99	114
EBIT	10	13	15	17
En % du chiffre d'affaires	13.5%	14.7%	15.1%	14.8%
Capitalisation boursière	343			
Valeur d'entreprise	332			



Generix est une société française spécialisée dans la conception et la production de logiciels intégrés. Sa gamme de produit est utilisée pour l'*enterprise resource planning* (ERP ou progiciels de gestion intégrés), la gestion du cycle de vie du produit, la gestion de la chaîne de production, la fidélisation client, les promotions, l'e-facturation, etc.

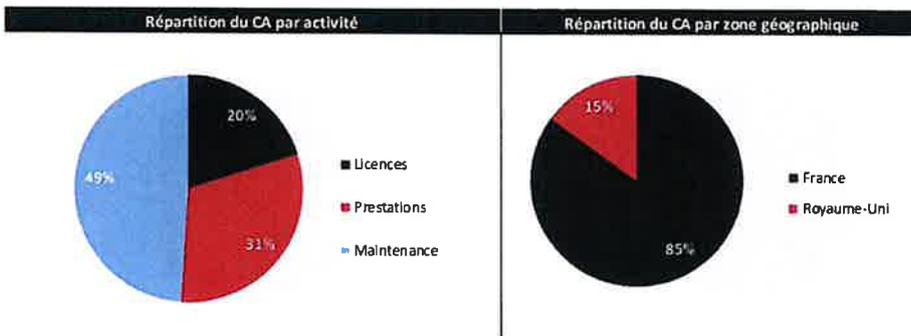


Données financières (en M€)

	2017	2018 E	2019 E	2020 E
Chiffre d'affaires	49	54	58	63
EBIT	4	3	2	1
<i>En % du chiffre d'affaires</i>	7.2%	6.1%	3.9%	2.3%
Capitalisation boursière	72			
Valeur d'entreprise	84			

Itesoft est une société française spécialisée dans la conception de logiciels dédiés à la digitalisation, l'automatisation et la gestion de documents papiers et digitaux. La société est principalement impliquée dans 2 grands segments :

- Financial Process Automation (saisie des factures et e-factures, validation des données avec l'ERP, etc.);
- Intelligent Capture and Process Automation solutions (traitement des flux de documents).

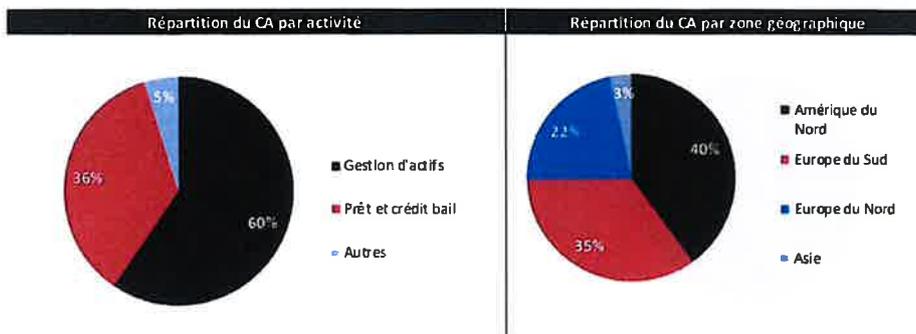


Données financières (en M€)

	2017	2018 E	2019 E	2020 E
Chiffre d'affaires	26	24	24	
EBIT	3	2	2	
<i>En % du chiffre d'affaires</i>	11.3%	8.2%	7.5%	
Capitalisation boursière	23			
Valeur d'entreprise	25			



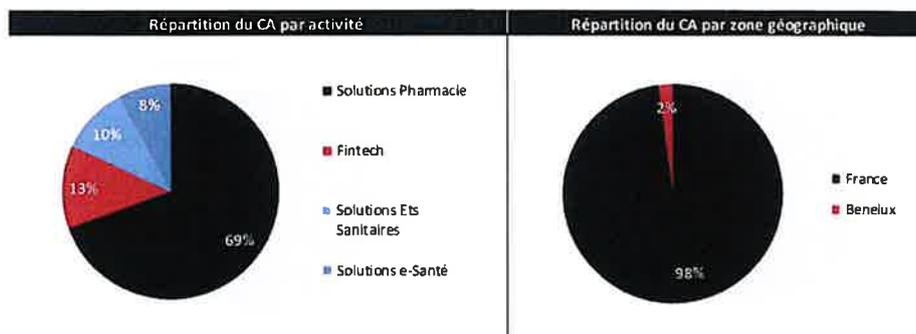
Linedata Services SA est une société basée en France spécialisée dans la production de software et de services pour les activités d'investissement, de plans d'épargne salariale, d'assurance et d'épargne, de prêts et de crédits, et de Software as a Service (SAAS). L'entreprise offre ses solutions en six segments : Services de mise en oeuvre, hébergement et SAAS, Services de formation, Support client, Services professionnels et Services de Gestion côté acheteur (buy-side).



Données financières (en M€)

	2017	2018 E	2019 E	2020 E
Chiffre d'affaires	179	174	176	180
EBIT	30	29	29	30
En % du chiffre d'affaires	16.9%	16.8%	16.6%	16.9%
Capitalisation boursière	217			
Valeur d'entreprise	299			

Pharmagest Interactive est une société basée en France spécialisée dans la conception et l'intégration de suites logicielles pour les pharmacies. L'entreprise a des activités dans l'informatisation des dispensaires de pharmacie. Elle permet aux pharmaciens d'avoir un accès immédiat à une gamme de services online, d'assurer la distribution d'informations et des promotions pour les fournisseurs de pharmacies ainsi que pour les laboratoires pharmaceutiques.

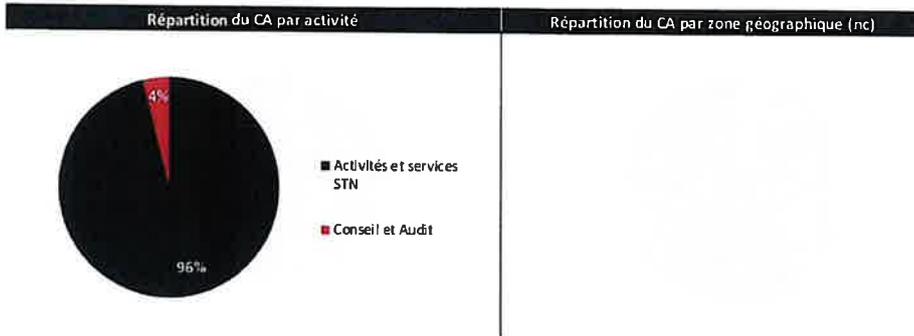


Données financières (en M€)

	2017	2018 E	2019 E	2020 E
Chiffre d'affaires	147	150	160	168
EBIT	35	41	45	48
En % du chiffre d'affaires	23.5%	27.0%	28.0%	28.3%
Capitalisation boursière	788			
Valeur d'entreprise	741			

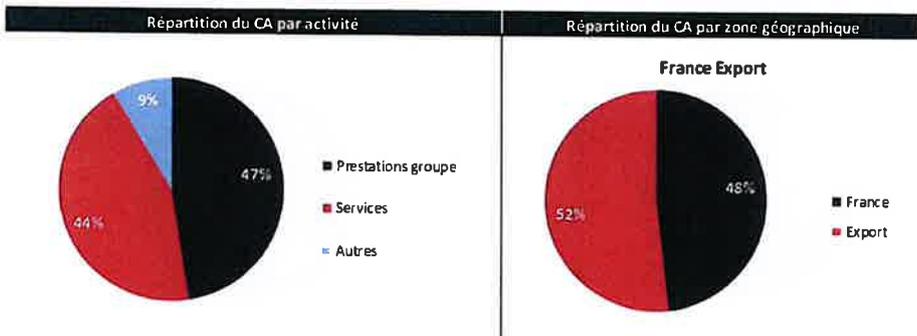


Sidetrade est un éditeur de logiciels français spécialisé dans la fourniture l'analyse prédictive pour la gestion des cycles "business to cash". La technologie cloud de l'entreprise, en complément de ses activités d'Enterprise resource planning (ERP), donne accès aux départements financiers à un outil de gestion offrant de la visibilité au niveau de la gestion de la relation client et le contrôle et la prévision de flux financiers.



Données financières (en MC)				
	2017	2018 E	2019 E	2020 E
Chiffre d'affaires	22	24	29	34
EBIT	2	2	3	5
En % du chiffre d'affaires	9.9%	8.7%	11.6%	14.3%
Capitalisation boursière	81			
Valeur d'entreprise	77			

Streamwide est une société française spécialisée dans la production d'applications logicielles pour le secteur des télécommunications. L'entreprise offre notamment des logiciels de messagerie video et de fax, des logiciels de chargement d'abonnements mobiles, des solutions de conférence en ligne, des solutions de réseau et de publicité en ligne, etc.



Données financières (en MC)				
	2017	2018 E	2019 E	2020 E
Chiffre d'affaires	6	7	8	10
EBIT	2	2	0	0
En % du chiffre d'affaires	-39.9%	-25.2%	-3.6%	2.5%
Capitalisation boursière	22			
Valeur d'entreprise	19			

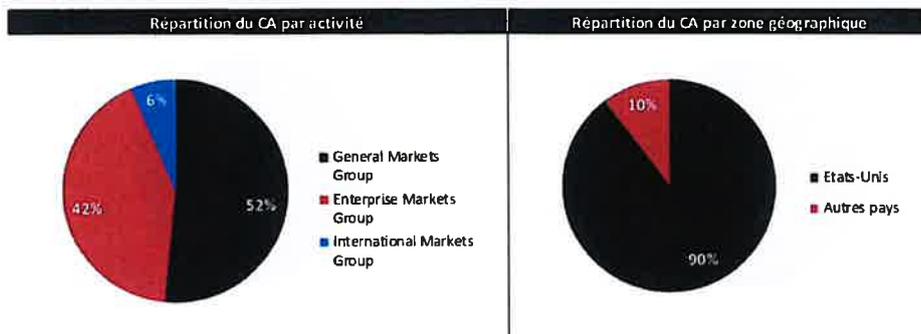


7.10 Activités et principales caractéristiques des sociétés retenues dans l'échantillon des éditeurs de logiciels financiers internationaux

blackbaud

Blackbaud Inc

Blackbaud est une société américaine spécialisée dans la fourniture de logiciels. Elle offre une gamme de solutions cloud et sur site, ainsi qu'un réseau qui renforce et connecte les entreprises de toutes tailles. Sa gamme de logiciels et de services inclut des outils dédiés aux levées de fonds caritatives, au CRM, au marketing digital, à la comptabilité, aux paiements et à l'analyse.



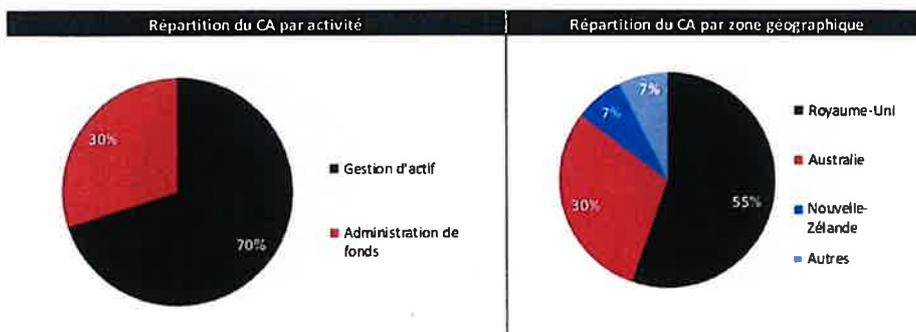
Données financières (en M€)

	2017	2018 E	2019 E	2020 E
Chiffre d'affaires	639	747	781	832
EBIT	131	146	139	151
En % du chiffre d'affaires	20.6%	19.5%	17.7%	18.2%
Capitalisation boursière	2 999			
Valeur d'entreprise	3 329			

bravura

Bravura Solutions Ltd

Bravura Solutions est une société australienne spécialisée dans la fourniture de software et de services à des clients qui ont des activités dans la gestion de patrimoine et dans la gestion de fonds en EMEA, Asie Pacifique et en Afrique. Les produits et services qu'elle fournit supportent le front-office, middle-office et back-office et permettent de gérer et administrer les produits financiers.

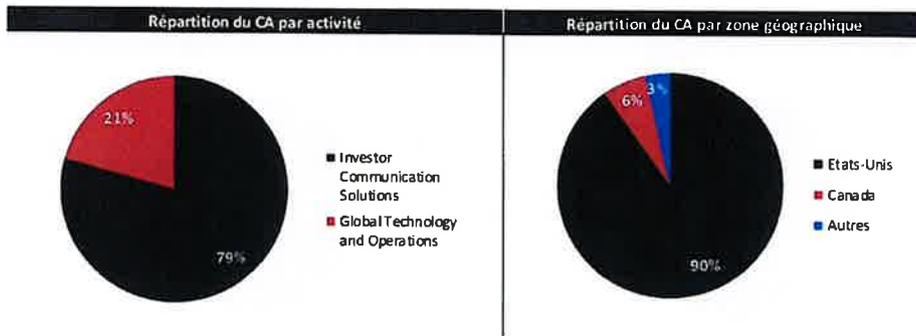


Données financières (en M€)

	2017	2018 E	2019 E	2020 E
Chiffre d'affaires	128	138	155	168
EBIT	16	19	24	28
En % du chiffre d'affaires	12.7%	13.8%	15.3%	16.8%
Capitalisation boursière	543			
Valeur d'entreprise	543			



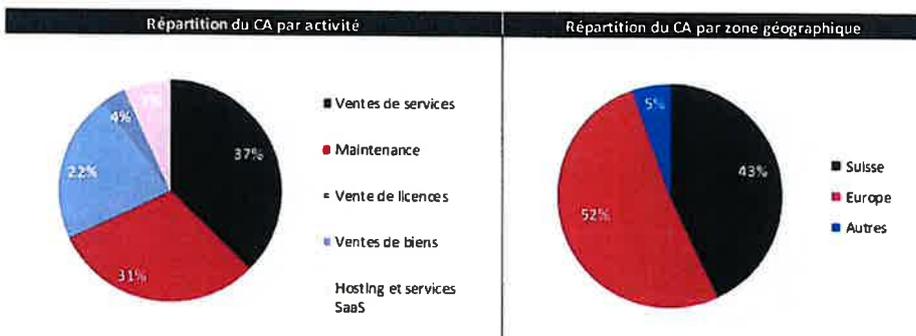
Broadridge Financial Solutions est société américaine spécialisée dans la fourniture de solutions de communication et de technologie pour les banques, brokers, fonds et émetteurs. La société est divisée en 2 segments : "Investor Communication Solutions" et "Global Technology and Operations".



Données financières (en M€)

	2017	2018 E	2019 E	2020 E
Chiffre d'affaires	3 520	3 743	3 948	4 126
EBIT	530	601	648	707
En % du chiffre d'affaires	15.0%	16.0%	16.4%	17.1%
Capitalisation boursière	10 844			
Valeur d'entreprise	11 496			

Crealogix est une société basée en Suisse spécialisée, avec ses filiales, dans la production et la fourniture de software et hardware destinés à l'Electronic-Banking ("E-Banking"), les paiements électroniques ("E-payments") et la formation sur internet ("E-learning") en Suisse et Europe.

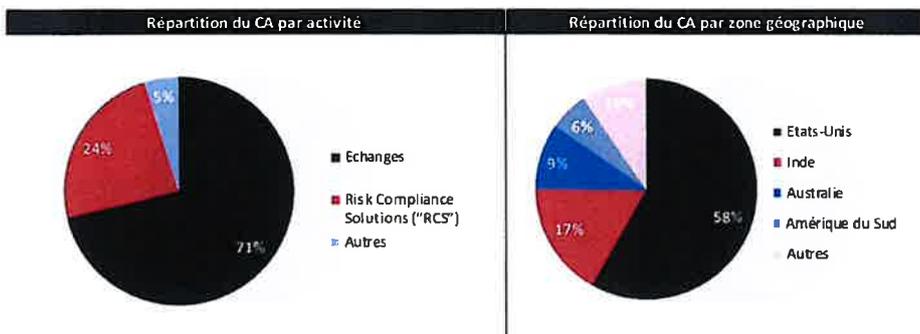


Données financières (en M€)

	2017	2018 E	2019 E	2020 E
Chiffre d'affaires	65	77	97	106
EBIT	4	2	8	11
En % du chiffre d'affaires	5.5%	2.3%	7.9%	10.2%
Capitalisation boursière	153			
Valeur d'entreprise	161			



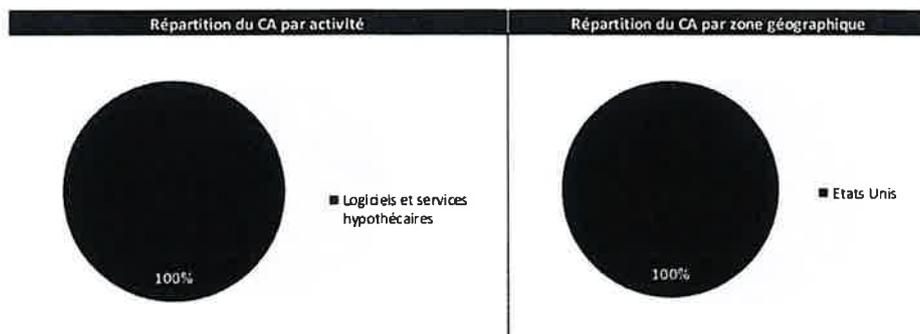
Ebix est une société basée aux Etats-Unis spécialisée dans la fourniture de logiciels et de solutions d'e-commerce pour les sociétés d'assurance, et notamment des software et applications pour les systèmes de couverture, d'agence et d'échange, ainsi que le développement de softwares personnalisés.



Données financières (en M€)

	2017	2018 E	2019 E	2020 E
Chiffre d'affaires	297	434	530	706
EBIT	92	134	161	202
En % du chiffre d'affaires	31.1%	30.8%	30.4%	28.6%
Capitalisation boursière	1 322			
Valeur d'entreprise	1 651			

Ellie Mae est une société américaine spécialisée dans le développement, la production et la distribution de solutions logicielles à la demande et de services pour l'industrie des prêts immobiliers aux Etats-Unis. Les banques, les coopératives de crédit, les prêteurs hypothécaires et les courtiers hypothécaires utilisent les produits de gestion hypothécaires de la société pour originer et financer les prêts.

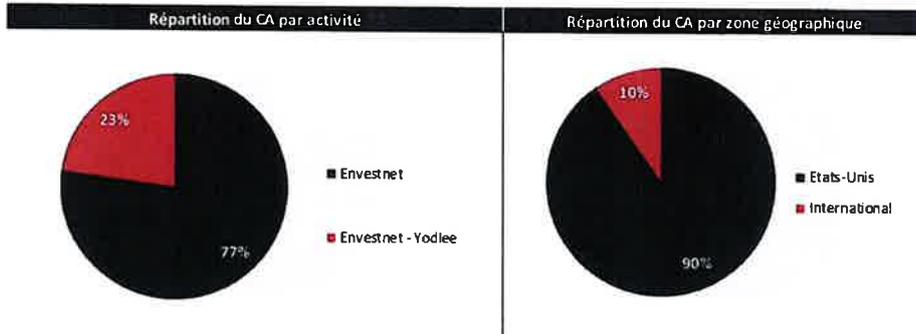


Données financières (en M€)

	2017	2018 E	2019 E	2020 E
Chiffre d'affaires	341	421	447	486
EBIT	71	69	74	89
En % du chiffre d'affaires	21.0%	16.3%	16.6%	18.4%
Capitalisation boursière	2 082			
Valeur d'entreprise	1 838			



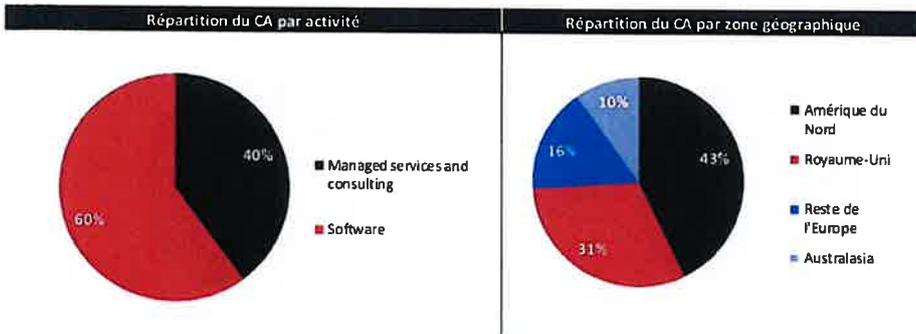
Investnet est une société américaine spécialisée dans la fourniture de technologie de gestion financière et de gestion de patrimoine pour les conseillers financiers, les investisseurs et les fournisseurs de services financiers. Les 2 principaux segments sont Investnet (software de gestion de patrimoine et de services) et Investnet Yodlee (agrégation et analyse de données).



Données financières (en M€)

	2017	2018 E	2019 E	2020 E
Chiffre d'affaires	555	717	798	899
EBIT	87	117	126	146
En % du chiffre d'affaires	15.7%	16.4%	15.8%	16.3%
Capitalisation boursière	2 231			
Valeur d'entreprise	2 373			

First Derivatives est une société basée au Royaume-Uni spécialisée dans la fourniture d'une gamme de software et de services de conseil principalement pour l'industrie financière, les entreprises du secteur des technologies de l'information et les entreprises du secteur de l'énergie. Elle produit des software qui permettent de faire face aux défis que représentent les data, particulièrement ceux qui impliquent des volumes de données très importants de données streaming.

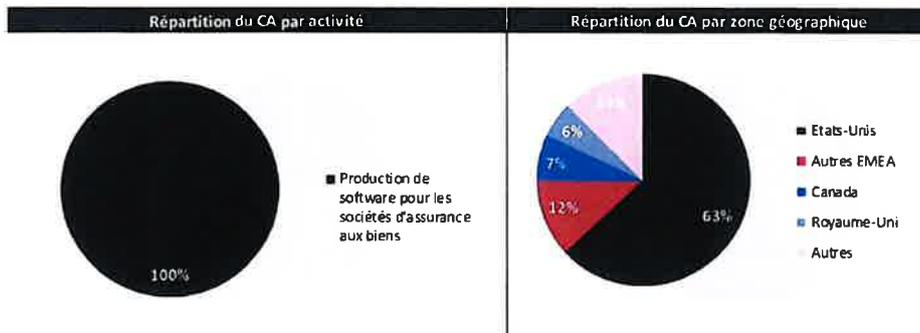


Données financières (en M€)

	2017	2018 E	2019 E	2020 E
Chiffre d'affaires	177	206	241	271
EBIT	26	26	31	35
En % du chiffre d'affaires	14.5%	12.4%	12.9%	13.0%
Capitalisation boursière	662			
Valeur d'entreprise	666			

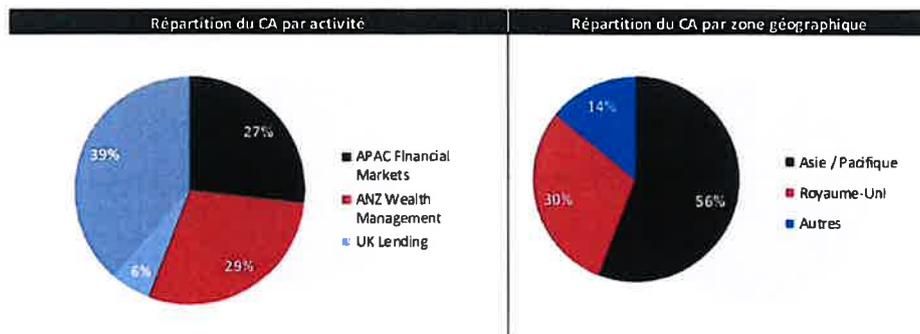


Guidewire Software est une société basée aux Etats-Unis spécialisée dans la production de software pour les sociétés d'assurance de dommages aux biens. Les *software* de l'entreprise sont utilisés comme une plateforme technologique par les sociétés d'assurance dommage.



Données financières (en M€)				
	2017	2018 E	2019 E	2020 E
Chiffre d'affaires	432	562	641	737
EBIT	93	93	99	123
En % du chiffre d'affaires	21.5%	16.6%	15.4%	16.7%
Capitalisation boursière	6 290			
Valeur d'entreprise	5 720			

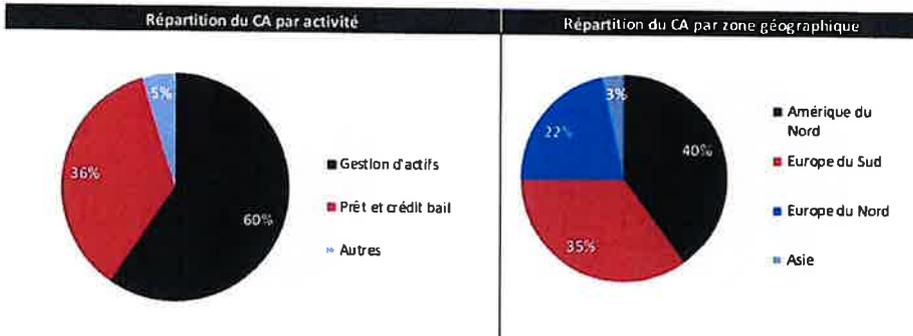
iress est une société basée au Royaume-Uni spécialisée dans la fourniture d'outils d'information, de trading, de compliance, de gestion des ordres, de gestion de portefeuille et de patrimoine, ... Les segments de la société incluent Marchés Financiers Asie-Pacifique, Gestion de patrimoine Australie-Nouvelle-Zelande, et prêts au Royaume-Uni, Canada et Afrique du Sud.



Données financières (en M€)				
	2017	2018 E	2019 E	2020 E
Chiffre d'affaires	273	289	308	326
EBIT	52	65	72	80
En % du chiffre d'affaires	19.0%	22.5%	23.5%	24.7%
Capitalisation boursière	1 227			
Valeur d'entreprise	1 332			



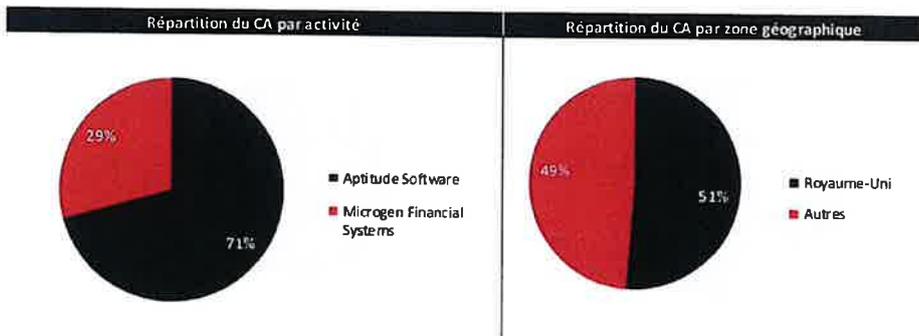
Linedata Services SA est une société basée en France spécialisée dans la production de software et de services pour les activités d'investissement, de plans d'épargne salariale, d'assurance et d'épargne, de prêts et de crédits, et de Software as a Service (SAAS). L'Entreprise offre ses solutions en six segments : Services de mise en oeuvre, hébergement et SAAS, Services de formation, Support client, Services professionnels et Services de Gestion côté acheteur (buy-side).



Données financières (en M€)

	2017	2018 E	2019 E	2020 E
Chiffre d'affaires	179	174	176	180
EBIT	30	29	29	30
En % du chiffre d'affaires	16.9%	16.8%	16.6%	16.9%
Capitalisation boursière	217			
Valeur d'entreprise	299			

Microgen est une société basée au Royaume-Uni spécialisée dans la fourniture de services et de software. Ses principaux segments sont :
 - Aptitude Software : fourniture d'une gamme de software pour la gestion financière ;
 - Microgen Financial System : fourniture de software pour la gestion de patrimoine.

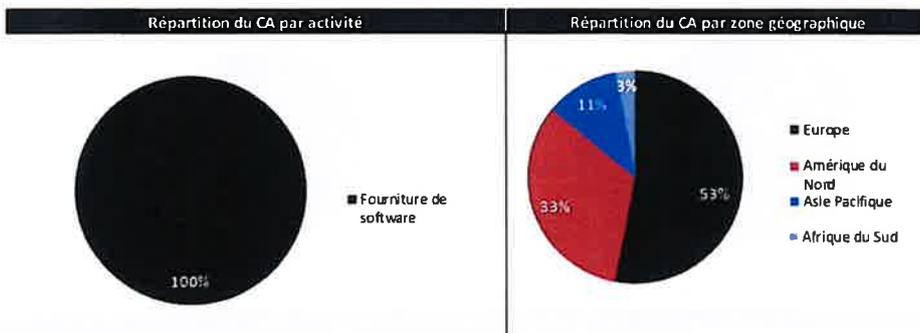


Données financières (en M€)

	2017	2018 E	2019 E	2020 E
Chiffre d'affaires	70	78	82	88
EBIT	15	18	20	22
En % du chiffre d'affaires	21.8%	22.9%	24.7%	25.0%
Capitalisation boursière	283			
Valeur d'entreprise	283			

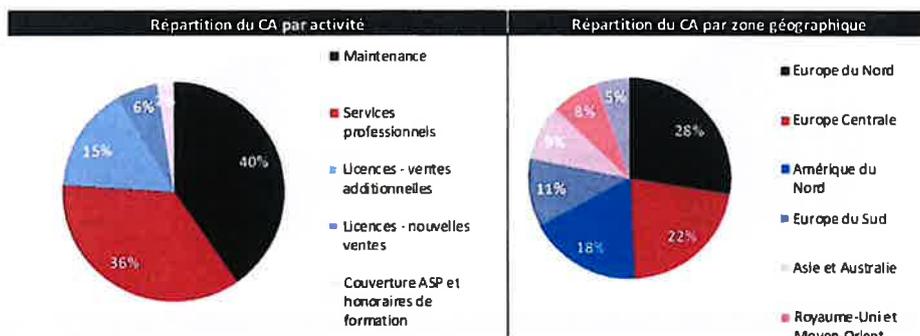


Sapiens International Corporation est une société néerlandaise spécialisée dans la fourniture de software pour les sociétés d'assurance et plus globalement l'industrie des services financiers. Les solutions logicielles de l'entreprise consistent en des logiciels de gestion pour l'assurance vie, la retraite, et les annuités.



Données financières (en M€)				
	2017	2018 E	2019 E	2020 E
Chiffre d'affaires	221	254	271	294
EBIT	19	34	34	44
En % du chiffre d'affaires	8.5%	13.4%	12.7%	14.9%
Capitalisation boursière	517			
Valeur d'entreprise	519			

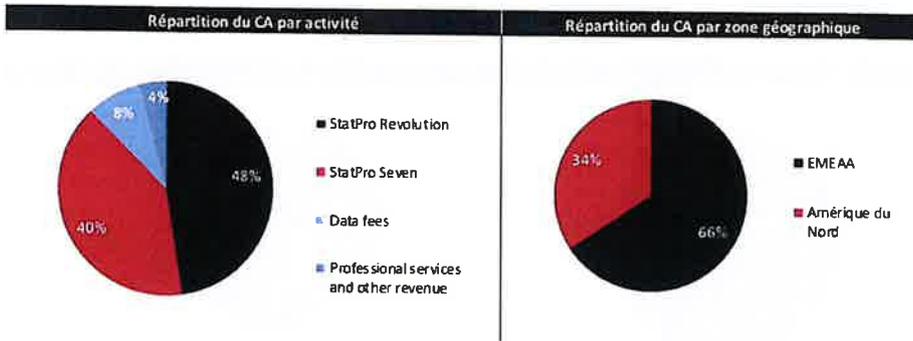
Simcorp est une société basée au Danemark spécialisée dans la fourniture et la distribution de solutions logicielles pour l'industrie financière. Le principal logiciel de l'entreprise, Simcorp Dimension, est une solution personnalisable de gestion d'investissements pour les gestionnaires d'actifs, qui supportent tous les éléments du process de gestion de fonds.



Données financières (en M€)				
	2017	2018 E	2019 E	2020 E
Chiffre d'affaires	343	379	415	449
EBIT	89	100	114	124
En % du chiffre d'affaires	25.9%	26.5%	27.4%	27.7%
Capitalisation boursière	2 322			
Valeur d'entreprise	2 333			



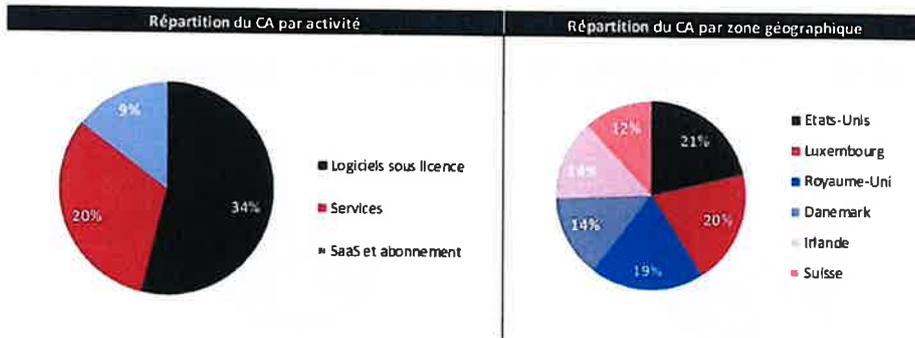
Statpro Group est une société basée au Royaume-Uni spécialisée dans la conception, la distribution de systèmes logiciels et la fourniture de solutions en ligne d'analyse de portefeuille et de services de pricing d'actifs pour l'industrie mondiale de la gestion d'actifs en Europe, Afrique du Sud, Asie Pacifique, en Amérique du Nord et centrale.



Données financières (en M€)

	2017	2018 E	2019 E	2020 E
Chiffre d'affaires	56	63	68	72
EBIT	6	7	8	9
En % du chiffre d'affaires	10.2%	11.3%	12.4%	13.0%
Capitalisation boursière	87			
Valeur d'entreprise	110			

Temenos est une société basée en Suisse spécialisée dans le développement et la distribution de logiciels de gestion de systèmes bancaires. Ses services incluent des solutions logicielles d'optimisation de la performance, d'intégration, d'administration, de maintenance, de formation et le support client.



Données financières (en M€)

	2017	2018 E	2019 E	2020 E
Chiffre d'affaires	595	748	848	949
EBIT	181	223	266	308
En % du chiffre d'affaires	30.4%	29.8%	31.4%	32.4%
Capitalisation boursière	7 973			
Valeur d'entreprise	8 199			

BMA

Advisory & Support

• 11, rue de Laborde • 75008 Paris • tél. : +33 (0)1 40 08 99 50 • fax : +33 (0)1 40 08 99 99 •
Société d'expertise comptable • www.bma-paris.com •
Société par actions simplifiée au capital de 1 287 474 € • RCS Paris 513 273 763



HARVEST

Addendum à notre attestation d'équité émise le 27 février 2019

En complément de notre rapport d'expertise indépendante émis en date du 27 février 2019 (ci-après le « Rapport »), nous précisons les éléments suivants quant à l'écart de rendement entre les obligations convertibles (ci-après les « OC ») souscrites par les associés de Financière Winnipeg d'une part, et l'intérêt de la dette unitranche (ci-après, l'« Unitranche ») souscrite par Winnipeg Participations d'autre part.

Pour rappel, les principales caractéristiques de ces deux instruments sont les suivantes :

- Les OC ont été émises pour un montant total de 37,8 m€ par Financière Winnipeg, société holding détenant 100% du capital de Winnipeg Participations, et souscrites par l'ensemble des associés de Financière Winnipeg, i.e. Five Arrows, les Fondateurs et les Managers Cercle 1. D'une maturité de 10 ans, elles offrent un intérêt annuel de 9 %, capitalisé jusqu'au remboursement.
- L'Unitranche, d'un montant total de 43 m€ a été souscrite auprès d'un fond de dette tiers par Winnipeg Participations, société holding intermédiaire portant les actions Harvest et Harvest Group et initiatrice de l'Offre. D'une maturité de 7 ans, elle porte intérêt au taux de Euribor + 6,5 % l'an, payable au trimestre ou au semestre.

En premier lieu et comme nous l'indiquons dans notre rapport, les intérêts de Five Arrows et des Fondateurs dans Financière Winnipeg sont alignés dans la mesure où la répartition de leur investissement respectif¹ entre les différents instruments (AO/ADP1 et OC) émis par Financière Winnipeg est homogène (« *pari passu* »). Cela signifie que les Fondateurs disposent de la même proportion d'instruments de capital et d'OC (23,3 %), tandis que Five Arrows détient 72,3 % des instruments de capital et 72,1 % des OC². Ce montage, à lui seul, induit une égalité de traitement entre les associés de Financière Winnipeg, le risque étant équivalent pour chacun des investisseurs. En effet, quel que soit le taux d'intérêt des OC, le traitement *pari passu* des associés de Financière Winnipeg ne permet pas l'octroi d'un avantage aux Fondateurs. Cela n'aurait pas été le cas si, par exemple, la rémunération du réinvestissement des Fondateurs avait été surpondérée en OC dont le remboursement est prioritaire par rapport à celui des instruments de capital.

S'agissant plus particulièrement de l'écart de rendement entre les OC et l'Unitranche, nous relevons que :

- Le rang de séniorité de l'Unitranche est plus important que celui des OC, ce qui signifie que l'Unitranche est remboursée prioritairement à tout autre instrument de dette et notamment les OC qui sont subordonnées à l'Unitranche. Par ailleurs, sauf dans des conditions de performance précises (notamment au regard du *Leverage Ratio*³, Winnipeg Participations ne peut pas verser de dividende à sa mère, Financière Winnipeg, émettrice des OC ;
- L'Unitranche est garantie par des nantissements sur les actions Harvest qui ont été acquises alors que les OC ne font l'objet d'aucune sûreté ou garantie ;
- La maturité des OC est de 10 ans contre 7 ans pour l'Unitranche ;

¹ Dont nous rappelons qu'ils sont rémunérés, directement et indirectement, sur la base d'une valeur par action Harvest de 85 €, égale au prix d'Offre.

² Compte tenu de la réserve.

³ Ratio de dette financière nette sur EBITDA, tel que défini dans les termes et conditions de la dette Unitranche, qui garantit que Winnipeg Participations ne pourra verser des dividendes à Financière Winnipeg que si tout risque de défaut sur la dette Unitranche est écarté.

- Le taux de 6,5% présenté pour l'Unitranche est une marge de crédit sur taux variable qui ne tient pas compte du risque de taux et du risque d'inflation, à la différence du taux présenté pour les OC ;
- Les intérêts des OC sont capitalisés jusqu'à l'échéance alors que les intérêts de l'Unitranche sont payables trimestriellement ou semestriellement.

La prise en compte de ces éléments, qui confèrent des profils de risque différents à chacun de ces deux instruments, justifient selon nous des écarts de rendement : le risque porté par l'OC étant plus important que celui de l'Unitranche, son rendement est logiquement plus élevé.

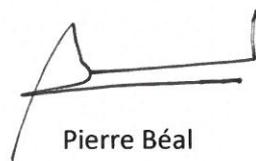
Afin de mesurer cet écart de rendement, nous avons également bâti un modèle de Monte Carlo simulant la valeur des OC et de l'Unitranche pour un grand nombre de scénarios de sortie en tenant compte de la séniorité de cette dernière dans un premier temps, puis en considérant une absence de séniorité dans un second temps. Cette approche fait ressortir un écart de rendement de l'ordre de 400 points de base entre le taux qui aurait été applicable en absence de séniorité de l'Unitranche et celui applicable en tenant compte de la convention de subordination, écart qui corrobore, à lui seul, les travaux des deux cabinets qui se sont prononcés sur la rémunération des OC.

Enfin, nous avons obtenu de la part de l'un de ces deux cabinets la liste anonymisée des opérations d'endettement qui ont servi de base à l'approche par comparaison mise en œuvre. Son analyse valide la fourchette de taux d'intérêt pour une dette unitranche d'une maturité de 7 ans souscrite entre 2016 et 2018, comprise entre 5,0 % et 7,6 %, ainsi que celle retenue pour une dette mezzanine, comprise entre 9,5 % et 11,0 %, l'écart de rendement entre les deux types d'instrument caractérisant leur degré de séniorité distinct.

En conclusion, les précisions et développements exposés supra ne modifient pas notre opinion relative à l'absence d'éléments susceptibles de remettre en cause l'égalité de traitement entre les actionnaires d'Harvest et, partant, la conclusion de notre Rapport.

Fait à Paris, le 26 mars 2019

BM&A Advisory & Support



Pierre Béal



Eric Blache

Associés