

NOTE D'INFORMATION ETABLI PAR LA SOCIETE



EN REPONSE

A L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE VISANT LES ACTIONS D'HORIZONTAL SOFTWARE

INITIEE PAR

HSW DEVELOPPEMENT

FILIALE À 100% D'EXTENS E-HEALTH FUND II S.L.P.

PRESENTEE PAR



En application de l'article L. 621-8 du Code monétaire et financier et de l'article 231-26 de son règlement général, l'Autorité des marchés financiers (« AMF ») a apposé le visa n°20-549 en date du 10 novembre 2020 sur la présente note en réponse (la « Note en Réponse »). Cette Note en Réponse a été établie par la société Horizontal Software et engage la responsabilité de ses signataires.

Le visa, conformément aux dispositions de l'article L. 628-8-1 I du Code monétaire et financier, a été attribué après que l'AMF 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 ADVOLIS, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans la présente note en réponse.

La présente note d'information en réponse (la « **Note en Réponse** ») est disponible sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la société Horizontal Software (www.horizontalsoftware-bourse.com) et peuvent être obtenus sans frais au siège social de la société Horizontal Software, sis 2 rue Hegel, Z.A.C. Euratechnologies 59160 Lomme.

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la société Horizontal Software, seront déposées auprès de l'AMF et mises à la disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique d'achat simplifiée. Ce document sera également mis à la disposition du public selon les mêmes modalités.

TABLE DES MATIERES

TABLE DES MATIERES.....	2
1. RAPPEL DES PRINCIPALES CONDITIONS DE L'OFFRE.....	4
1.1. Présentation de l'Offre.....	4
1.2. Contexte de l'Offre.....	6
1.3. Rappel des principaux termes de l'Offre.....	8
1.3.1. Termes de l'Offre.....	8
1.3.2. Nombre et nature des Actions visées par l'Offre.....	9
1.3.3. Situation des bénéficiaires de BSPCE et/ou d'Actions Gratuites Indisponibles.....	10
1.3.4. Retrait obligatoire et radiation d'Euronext Growth.....	10
1.3.5. Fusion - réorganisation juridique.....	10
1.4. Procédure et calendrier de l'Offre.....	11
1.5. Motifs de l'Offre.....	11
2. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE HORIZONTAL SOFTWARE ET INTENTIONS.....	12
2.1. Avis motivé du conseil d'administration.....	12
2.2. Intentions des membres du conseil d'administration de Horizontal Software.....	18
2.3. Intentions de la Société quant aux actions auto-détenues.....	18
3. ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE.....	18
3.1. Pacte d'associés signé le 8 juin 2020 et de son avenant en date du 29 septembre 2020.....	18
3.2. Mini-Pactes signés le 9 juin 2020.....	21
3.3. Autres accords pouvant avoir une incidence sur l'appréciations de l'offre.....	22
4. ÉLÉMENTS CONCERNANT HORIZONTAL SOFTWARE SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE.....	24
4.1. Structure du capital de la Société.....	24
4.2. Participations directes ou indirectes au sein du capital de Horizontal Software ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuils ou d'une déclaration d'opération sur titres.....	24
4.3. Restrictions à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions et clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du code de commerce.....	25
4.3.1. Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote ou aux transferts d'actions.....	25
4.3.2. Clause de conventions prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions et portant sur au moins 0,5% du capital ou des droits de vote de Horizontal Software (article L. 233-11 du code de commerce).....	26
4.4. Participations directes et indirectes représentant plus de 5% du capital social et des droits de vote de Horizontal Software.....	26
4.5. Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et	

description de ceux-ci	26
4.6. Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier	26
4.7. Accords entre actionnaires dont Horizontal Software a connaissance pouvant entraîner des restrictions relatives aux transferts d'actions ou à l'exercice des droits de vote	26
4.8. Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration ainsi qu'à la modification des statuts de la Société	27
4.8.1. Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration	27
4.8.2. Règles applicables à la modification des statuts	28
4.9. Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier relatifs à l'émission ou au rachat de titres.....	28
4.10. Accords conclus par Horizontal Software qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de Horizontal Software ou en cas de radiation de Horizontal Software de la cote.....	29
4.11. Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration ou les principaux salariés de la Société, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique.....	29
5. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	29
6. MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE.....	30
7. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE.....	30
ANNEXE - RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT.....	31

1. RAPPEL DES PRINCIPALES CONDITIONS DE L'OFFRE

1.1. Présentation de l'Offre

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 234-2, 235-2 et 233-1, 2° du Règlement Général de l'AMF, (i) HSW Développement, société par action simplifiée au capital de 4.110.000 euros dont le siège social est situé 6, villa Ballu, 75009 Paris et dont le numéro unique d'identification est le 883 234 239 RCS Paris (« HSW Développement » ou l'« Initiateur »), contrôlée par la Extens E-Health Fund II, société de libre partenariat¹ au capital de 52.021.000 euros dont le siège social est situé 6, villa Ballu, 75009 Paris et dont le numéro unique d'identification est le 841 313 646 RCS Paris, ainsi que (ii) Mme Ingrid Eeckhout directrice générale d'Horizontal Software, (iii) M. Jean Mounet, Président du conseil d'administration d'Horizontal Software et (iv) Truffle Capital, société par actions simplifiée dont le siège social est situé 5 rue de la Baume - 75008 Paris et immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 432 942 647, agissant en qualité de société de gestion des fonds actionnaires d'Horizontal Software (« Les Fonds Truffle Capital »)², (v) Holding Incubatrice Série 1, société anonyme au capital de 21.546.992,05 euros, dont le siège social est situé 5, rue de la Baume, 75008 Paris, et le numéro unique d'identification est le 523 695 328 RCS Paris (« HIS1 »)³, et (vi) Holding Incubatrice Série 2, société anonyme au capital de 9.556.323,95 euros, dont le siège social est situé 5, rue de la Baume, 75008 Paris, et le numéro unique d'identification est le 523 726 222 RCS Paris (« HIS2 »)⁴, et (vii) 21 autres actionnaires salariés⁵, ensemble agissant de concert avec ce dernier (l'Initiateur, Mme Ingrid Eeckhout, M. Jean Mounet et Les Fonds Truffle Capital, HIS1, HIS2 et 21 actionnaires salariés étant ci-après dénommés collectivement les « Membres du Concert » ou les « Actionnaires de Contrôle »), a déposé le 7 octobre 2020 auprès de l'AMF un projet d'offre publique d'achat simplifiée (l'« Offre ») dont les conditions sont décrites dans la note d'information préparé par l'Initiateur (la « Note d'Information ») et sont résumées à la Section 1.3 (« Rappel des principaux termes de l'Offre ») ci-après de la présente Note en Réponse, portant sur l'acquisition des actions de la société Horizontal Software, société anonyme au capital de 5.772.973,50 euros, dont le siège social est situé 2 rue Hegel, Z.A.C. Euratechnologies, 59160 Lomme et le numéro unique d'identification est le 520 319 245 R.C.S. Lille (« Horizontal Software » ou la « Société »), et dont les actions sont admises aux négociations sur le marché Euronext Growth, compartiment offre au public, d'Euronext Paris sous le code ISIN FR0013219367 et le mnémonique ALHSW, d'acquérir leurs actions Horizontal Software au prix de 1,04 euro par action (le « Prix d'Offre ») payable exclusivement en numéraire, dans le cadre de l'Offre, qui sera immédiatement suivie d'une procédure de retrait obligatoire au même prix, dans la mesure où les conditions

¹ S'agissant d'un fonds d'investissement, la répartition du capital de la SLP Extens E-Health Fund II est confidentielle. Les bénéficiaires effectifs en qualité de représentants légaux sont Messieurs Quentin JACOMET et Arnaud HOUETTE. Le gérant-associé commandité de Extens E-Health Fund II est la société Extens Generals Partner, société par actions simplifiée au capital de 1.000 euros, dont le siège social est situé 6, villa Ballu, 75009 Paris et dont le numéro unique d'identification est le 840 654 941 RCS Paris, dont les bénéficiaires effectifs détenant respectivement 50% du capital sont Messieurs Quentin JACOMET et Arnaud HOUETTE.

² Contrôlée à hauteur 40,08% du capital respectivement par MM. Philippe Pouletty et Bernard-Louis Roques et agissant pour le compte de fonds dont elle assure la gestion

³ Holding TEPA dont le bénéficiaire effectif est M. Philippe Andreani

⁴ Holding TEPA dont le bénéficiaire effectif est Monsieur Michel Kaczorek

⁵ Koku Atsu Ahavi, Julien Berquin, Jean-Claude Bonin, Benjamin Briffaut, Jean-Marie Brosse, Sébastien Cellier, Rodolphe Chopinet, Fabrice Degut, Raphael Dehay, Marie-Andrée Doyen, Ingrid Eeckhout, Emilie Fichet, Mathieu Forest, Déborah Hermann, Jérôme Hourlier, Rémy Jacquier, François-Xavier Le Louam, Bertrand Lefrais, Didier Marcel, Jean Mounet, Xavière Pichon, Tony Raimbault, Thibaut Souque.

dudit retrait sont d'ores et déjà réunies (le « Retrait Obligatoire »).

A la date de la présente Note en Réponse, le capital social d'Horizontal Software s'élève à 5.772.973,50 euros divisé en 11.545.947 actions ordinaires de 0,50 euro de valeur nominale chacune, entière libérées.

A la date de la présente Note en Réponse et suite au franchissement de seuil (tel que ce terme est défini à la Section 1.2 (« Contexte de l'offre ») de la Note en Réponse), les Membres du Concert détiennent 10.846.149 actions représentant 10.846.149 droits de vote, soit 93,94% du capital et des droits de vote⁶ de la Société.

L'Offre vise la totalité des actions non encore détenues par les Membres du Concert, à l'exception des 18.657 actions auto-détenues par la Société à la date des présentes, soit 681.141 actions représentant 681.141 droits de vote, soit 5,90 % du capital et 5,90 % des droits de vote de la Société.

Outre les 18.657 actions auto-détenues par la Société, il est précisé que l'Offre ne porte pas sur :

- les 385.500 BSPCE non exercés, tous hors la monnaie non cessibles et non cotés en circulation à la date de la présente Note en Réponse, pouvant donner droit à 65.550 actions maximum,
- les 75.000 actions attribuées gratuitement par la Société à certains dirigeants et salariés de la Société et de ses filiales (les « Actions Gratuites Indisponibles »), dans la mesure où la période de conservation des Actions Gratuites Indisponibles n'aura pas expiré avant la clôture de l'Offre.

La situation des bénéficiaires des BSPCE et/ou des Actions Gratuites Indisponibles est décrite à la Section 1.3.3 (« Situation des bénéficiaires de BSPCE et/ou d'actions gratuites indisponibles ») de la présente Note en Réponse.

L'Offre est présentée par Banque Delubac & Cie (l'« Etablissement Présentateur ») qui garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre en application de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF.

L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée régie par les articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF. La durée de l'Offre sera de 10 jours de négociation.

A l'issue de l'Offre, la procédure de retrait obligatoire prévue à l'article L. 433-4, II du Code monétaire et financier sera mise en œuvre, dans la mesure où les conditions dudit retrait sont d'ores et déjà réunies, afin de se voir transférer les actions Horizontal Software qui n'auront pas été apportées à l'Offre moyennant une indemnisation égale au prix proposé dans le cadre de l'Offre, soit 1,04 euro par action, nette de tous frais.

⁶ Sur la base d'un capital composé de 11.545.947 actions représentant 11.545.947 droits de vote théoriques conformément aux dispositions de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

1.2. Contexte de l'Offre

Un protocole d'investissement (le « Protocole ») a été signé le 24 avril 2020 entre Extens E-Health Fund II S.L.P., Madame Ingrid Eeckhout, Monsieur Jean Mounet, respectivement Directrice Générale et Président du Conseil d'Administration d'Horizontal Software, Les Fonds Truffle Capital, HIS1 et HIS2, au travers duquel Extens E-Health Fund II S.L.P. (ou tout affilié qui s'y substituerait) a proposé de réaliser, sous certaines conditions suspensives⁷, un investissement dans la Société Horizontal Software, selon les termes et conditions définis dans ce Protocole, rendu public par un communiqué de presse en date du 24 avril 2020, prévoyant notamment :

- a) la réalisation d'une augmentation du capital de la Société par apport en numéraire et/ou par compensation avec une créance certaine, liquide et exigible, avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires au profit d'Extens E-Health Fund II S.L.P. (ou tout affilié qui s'y substituerait) et de Monsieur Jean Mounet au capital de la Société d'un montant global maximum de 4.250.000 euros, dont :
 - i. un montant de 4.110.000 euros à souscrire et libérer intégralement par Extens E-Health Fund II S.L.P., ou tout affilié qu'elle se substituerait ;
 - ii. un montant de 140.000 euros à souscrire et libérer intégralement par Monsieur Jean Mounet.

(l' « Augmentation de Capital »)

- b) un abandon par Les Fonds Truffle Capital, HIS1 et HIS2 (et leurs Affiliés, le cas échéant) de la créance de compte courant qu'ils détiennent envers la Société pour un montant en principal, intérêts et accessoires de 836.142,18 euros, laquelle redeviendrait exigible en cas de retour à meilleure fortune⁸.
- c) la conclusion d'un pacte d'associés entre les parties au Protocole (le « Pacte »)⁹ ayant vocation à déterminer, à compter du Retrait Obligatoire, certaines règles applicables à la politique commune qu'elles souhaitent mettre en œuvre relativement à la gouvernance et aux transferts de Titres de HSW Développement ou de tout affilié qu'Extens E-Health Fund II S.L.P. se substituerait ainsi que les mini-pactes à conclure par les salariés porteurs de valeurs mobilières émises par HSW Développement qui ne sont pas parties au Protocole (les « Mini-Pactes »).

⁷ Notamment, la conclusion de protocoles transactionnels dans le cadre de deux litiges impliquant Horizontal Software, l'adoption par l'Assemblée générale des résolutions nécessaires à la réalisation des augmentations de capital réservées, abandon sous condition résolutoire de retour à meilleure fortune par Truffle Capital, HIS1 et HIS2 de leur créance. L'ensemble des conditions suspensives ayant été levé, l'investissement a pu avoir lieu.

⁸ Le Protocole prévoit que le remboursement de la créance redevient exigible dès lors que l'EBIT cumulé des exercices 2022 et 2023 dépasserait 750.000 €.

⁹ Extens E-Health Fund II S.L.P., Madame Ingrid Eeckhout, Monsieur Jean Mounet, respectivement Directrice Générale et Président du Conseil d'Administration d'Horizontal Software, Les Fonds Truffle Capital, HIS1 et HIS2 (cf. section 3.1 pour les principales clauses du Pacte)

- d) L'engagement par chaque partie au Protocole d'apporter les actions détenues ou qu'elle viendrait à détenir dans Horizontal Software à HSW Développement ou tout affilié qu'Extens E-Health Fund II S.L.P. se substituerait, dans le mois qui suit la date du Retrait Obligatoire ; les actions ainsi apportées seront valorisées sur la base du prix d'émission des actions nouvelles souscrites par HSW Développement dans le cadre de l'Augmentation de Capital avec suppression du droit préférentiel de souscription, soit 0,50€ par action, et rémunérées par l'émission d'actions nouvelles de HSW Développement ou tout affilié qu'Extens E-Health Fund II S.L.P. se substituerait.
- e) de soumettre au vote de l'assemblée générale l'émission et l'attribution d'actions gratuites dans un délai de trois (3) mois au profit de Madame Ingrid Eeckhout à hauteur de 334.000 actions gratuites, de Monsieur Jean Mounet à hauteur de 427.000 actions gratuites et d'autres salariés d'Horizontal Software à désigner par Madame Ingrid Eeckhout et Monsieur Jean Mounet en accord avec Extens E-Health Fund II S.L.P, à hauteur de 44.500 actions gratuites. Ces actions gratuites seraient attribuées sous réserve que leurs bénéficiaires signent un Mini-Pacte (à l'exclusion de Monsieur Jean Mounet et Madame Ingrid Eeckhout déjà parties au Pacte) et comporteront une période d'acquisition d'une (1) année. Une fois définitivement acquises, sous condition de présence à la date d'acquisition, les actions gratuites devront être conservées pendant une durée d'une (1) année. Il est précisé que cette résolution ne sera pas mise en œuvre car lesdites actions gratuites seront émises par HSW Développement en lieu et place de la Société conformément aux dispositions du Protocole.

Le conseil d'administration de la Société a décidé le 2 juin 2020, sur délégation de l'assemblée générale mixte du 2 juin 2020 dans ses 14^{ème} et 15^{ème} résolutions, de mettre en œuvre l'Augmentation de Capital.

Le conseil d'administration de la Société, composé notamment de deux membres indépendants, ces derniers étant les seuls à voter, s'est réuni le 29 avril 2020 et a désigné le cabinet Advolis, représenté par Monsieur Hugues de Noray, agissant en qualité d'expert indépendant à charge d'émettre un rapport sur les conditions financières de l'Offre et du Retrait Obligatoire, conformément aux dispositions des articles 261-1 I 1°, 2°, 4° et 261-1 II du règlement général de l'AMF. Cette nomination n'ayant pas été préalablement notifiée à l'AMF, la Société a soumis à l'AMF une demande de non opposition de cette nomination. Le Collège de l'AMF réuni en date du 21 juillet 2020 ne s'étant pas opposé à la nomination d'Advolis, l'expert indépendant a été confirmé dans sa mission par le conseil d'administration d'Horizontal Software en date du 23 juillet 2020, les administrateurs indépendants étant les seuls administrateurs votant.

L'ensemble des conditions suspensives définies dans le Protocole ayant été levées, la Directrice Générale d'Horizontal Software, agissant sur délégation du conseil d'administration d'Horizontal Software, a constaté la réalisation de l'Augmentation de Capital dans sa séance du 11 juin 2020, souscrite en numéraire à hauteur de 4.110.000 euros, soit 8.220.000 actions nouvelles, par HSW Développement, filiale à 100% de Extens E-Health Fund II S.L.P. auquel elle s'est substituée et 140.000 euros en numéraire, soit 280.000 actions nouvelles, par Monsieur Jean Mounet.

Suite à la réalisation de l'Augmentation de Capital, ont été signés

- (i) le 8 juin 2020, le Pacte entre les parties au Protocole¹⁰ (complété par un avenant en date du 29 septembre 2020) et
- (ii) et le 9 juin 2020, les Mini-Pactes avec les 21 salariés porteurs de valeurs mobilières émises par HSW Développement qui n'étaient pas parties au Protocole¹¹.

Les Membres du Concert seront associés dans HSW Développement, société par actions simplifiée, en conséquence des engagements d'apports pris par eux dans le Protocole, le Pacte et les Mini-Pactes rappelés ci-dessus. Ils sont présumés à ce titre agir de concert avec HSW Développement conformément aux dispositions de l'article L. 233-10 II 4 du Code de commerce.

Les Membres du Concert ont par ailleurs souhaité, dans la cadre du Pacte et des Mini-Pactes, (i) s'engager de manière expresse et à long terme sur une politique commune vis-à-vis de la Société tant (ii) en matière de politique stratégique, financière et sociale de la Société que (iii) en matière de cession de leurs participations au sein de la Société. Les principales clauses du Pacte et des Mini-Pactes sont présentées à la section 3 de la présente Note en Réponse.

A l'issue de l'Augmentation de Capital, HSW Développement détenait alors 71,19% du capital et des droits de vote de la société Horizontal Software, franchissant ainsi le seuil de détention de 50% du capital et/ou des droits de vote de la Société rendant obligatoire le dépôt d'un projet d'Offre visant la totalité des actions de la Société existantes non détenues par HSW Développement directement ou indirectement.

A la suite de la réalisation de l'Augmentation de Capital et à la date de la présente Note en Réponse, les Membres du Concert détiennent 10.846.149 actions représentant 10.846.149 droits de vote, soit 93,94% du capital et 93,94% des droits de vote de la Société.

Il est précisé, à toutes fins utiles, que tout apport (i) sera réalisé sur la base de la parité retenue dans le cadre de l'opération, soit une action de Horizontal Software donnant droit à une action d'HSW Développement d'un prix de cinquante centimes d'euro (EUR 0,50) et (ii) fera l'objet d'une validation par un commissaire aux apports.

1.3. Rappel des principaux termes de l'Offre

1.3.1. Termes de l'Offre

En application des dispositions de l'article 231-13 du Règlement Général de l'AMF, Banque Delubac & Cie, agissant pour le compte de l'Initiateur, a déposé le 7 octobre 2020 le Projet de Note d'Information auprès de l'AMF sous la forme d'une offre publique d'achat simplifiée.

Conformément à l'article 231-13 du Règlement Général de l'AMF, Banque Delubac & Cie agissant en qualité d'établissement présentateur, garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur.

L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée régie par les articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF. L'Initiateur s'engage irrévocablement auprès des actionnaires de

¹⁰ Extens E-Health Fund II S.L.P., Madame Ingrid Eeckhout, Monsieur Jean Mounet, respectivement Directrice Générale et Président du Conseil d'Administration d'Horizontal Software, Les Fonds Truffle Capital, HIS1 et HIS2

¹¹ Koku Atsu Ahavi, Julien Berquin, Jean-Claude Bonin, Benjamin Briffaut, Jean-Marie Brosse, Sébastien Cellier, Rodolphe Chopinet, Fabrice Degut, Raphael Dehay, Marie-Andrée Doyen, Emilie Fichet, Mathieu Forest, Déborah Hermann, Jérôme Hourlier, Rémy Jacquier, François-Xavier Le Louam, Bertrand Lefrais, Didier Marcel, Xavière Pichon, Tony Rimbault, Thibaut Souque

la Société à acquérir, au prix de 1,04 par action, toutes les actions de la Société visées par l'Offre, telles que décrites à la Section 1.3.2 (« Nombre et nature des actions visées par l'Offre ») ci-dessous, qui seront présentées à l'Offre pendant une période de 10 jours de négociation.

Il est précisé que conformément aux dispositions de l'article 233-3 du règlement général de l'AMF, le Prix d'Offre n'est pas inférieur à la moyenne des cours de bourse, pondérée par les volumes de transactions, de l'action pendant les soixante jours de négociation précédant l'annonce de l'Offre. Le Prix d'Offre représente en effet une prime de 33,1% par rapport à la moyenne des cours de bourse, pondérée par les volumes de transactions, de l'action pendant les soixante jours de négociation précédant la date d'annonce (17 juin 2020).

1.3.2. Nombre et nature des Actions visées par l'Offre

A la date de la présente Note en Réponse, l'Initiateur détient 8.220.000 actions de Horizontal Software soit 71,19% du capital et des droits de vote de la Société. Les Membres du Concert détiennent 10.846.149 actions de Horizontal Software soit 93,94% du capital et des droits de vote de la Société

Conformément à l'article 231-6 du règlement général de l'AMF, l'Offre porte sur la totalité des actions de la Société, existantes et non détenues par les Membres du Concert, à l'exception des 18.657 actions auto-détenues par la Société à la date des présentes, soit 681.141 actions de la Société, représentant 681.141 droits de vote, soit 5,90% du capital et 5,90% des droits de vote de la Société.

Horizontal Software avait émis le 25 juillet 2018, au bénéfice du fonds luxembourgeois European High Growth Opportunities Securitization Fund (EHGO), membre du groupe Alpha Blue Ocean, un emprunt obligataire d'un montant nominal total de 2 M€ par voie d'émission réservée de 200 obligations convertibles ou échangeables en actions nouvelles et/ou existantes (OCEANE) assorties de bons de souscription d'actions (BSA).

Horizontal Software ayant remboursé en numéraire la valeur nominale des 87 OCEANE encore en circulation, soit la somme totale de 870.000 euros, le 22 juin 2020, le contrat est définitivement résilié et l'ensemble des BSA en circulation attachés aux 87 OCEANE émises et non encore exercés, ont été rachetés par la Société pour 1€ en vue de leur annulation.

Outre les 18.657 actions auto-détenues, il est précisé que l'Offre ne porte pas sur :

- les 385.500 BSPCE non exercés, tous hors la monnaie non cessibles et non cotés en circulation à la date de la présente note en réponse, pouvant donner droit à 65.550 actions maximum,
- les 75.000 actions attribuées gratuitement par la Société à certains dirigeants et salariés de la Société et de ses filiales (les « Actions Gratuites Indisponibles »), dans la mesure où la période de conservation des Actions Gratuites Indisponibles n'aura pas expiré avant la clôture de l'Offre.

La situation des bénéficiaires des BSPCE et/ou des Actions Gratuites Indisponibles est décrite à la Section 1.3.3 (« Situation des bénéficiaires de BSPCE et/ou d'actions gratuites indisponibles ») de la présente Note en Réponse.

La Société n'a pas émis d'autres instruments financiers donnant accès au capital social et/ou aux droits de vote de la Société autres que des actions et les instruments évoqués ci-avant, non visés par l'Offre.

Il est également précisé que le Conseil d'administration d'Horizontal Software a décidé de ne pas apporter les actions auto-détenues (18.657 actions au 7 octobre 2020).

1.3.3. Situation des bénéficiaires de BSPCE et/ou d'Actions Gratuites Indisponibles

A la date de la présente Note en Réponse, la Société a attribué 75.000 actions gratuites qui sont, à la date des présentes, en période de conservation jusqu'au 23 mars 2021. Elle a également attribué 385.500 BSPCE donnant droit en cas d'exercice à un maximum de 65.550 actions, étant précisé que ces BSPCE en circulation sont tous hors la monnaie, non cessibles et non cotés.

Ainsi, les Actions Gratuites Indisponibles ne pourront pas être apportés à l'Offre dans la mesure où la période de conservation des Actions Gratuites Existantes n'aura pas expiré avant la clôture de l'Offre, et les BSPCE ne pourront être apportés à l'Offre puisque non cessibles.

Les BSPCE et les Actions Gratuites Indisponibles ne seront pas visées par l'Offre ni le Retrait Obligatoire mais les actions issues de l'éventuel exercice de BSPCE et de l'attribution définitive des actions gratuites seront apportées à terme à l'Initiateur par leurs bénéficiaires, qui s'y sont engagés, et rémunérés en actions de HSW Développement, au prix de 0,50 € par action, les bénéficiaires apportant leurs actions issues de l'éventuel exercice de BSPCE et/ou Actions Gratuites Indisponibles s'étant engagés également à signer les mini-pactes des associés d'HSW Développement (cf. sections 1.2 c) et d). du présent document) dans la mesure où ils ne seraient pas déjà signataires de ce document.

1.3.4. Retrait obligatoire et radiation d'Euronext Growth

Conformément aux dispositions des articles 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, à l'issue de l'Offre, les actions Horizontal Software qui n'auront pas été présentées à l'Offre (hors actions auto-détenues) seront transférées à l'Initiateur (quel que soit le pays de résidence du porteur desdites actions) moyennant une indemnisation de 1,04 euro par action, nette de tous frais.

Un avis informant le public du Retrait Obligatoire sera publié par l'Initiateur dans un journal d'annonces légales du lieu du siège social de la Société en application de l'article 237-5 du règlement général de l'AMF.

Le montant de l'indemnisation sera versé, net de tous frais, à l'issue de l'Offre sur un compte bloqué ouvert à cet effet auprès de Banque Delubac & Cie, centralisateur des opérations d'indemnisation. Après la clôture des comptes des affiliés, Banque Delubac & Cie, sur présentation des attestations de solde délivrées par Euroclear France, créditera les établissements dépositaires teneurs de comptes du montant de l'indemnisation, à charge pour ces derniers de créditer les comptes des détenteurs des actions Horizontal Software de l'indemnité leur revenant.

Conformément à l'article 237-8 du règlement général de l'AMF, les fonds non affectés correspondant à l'indemnisation des actions Horizontal Software dont les ayants droit sont restés inconnus seront conservés par Banque Delubac & Cie pendant une durée de dix ans à compter de la date du Retrait Obligatoire et versés à la Caisse des dépôts et consignations à l'expiration de ce délai. Ces fonds seront à la disposition des ayants droit sous réserve de la prescription trentenaire au bénéfice de l'État.

1.3.5. Fusion - réorganisation juridique

Dans la mesure où les Membres du Concert détiendront l'intégralité du capital de la Société, l'Initiateur étudie la faculté dans le futur de fusionner avec la Société ou de regrouper la Société ou ses filiales ou encore de transférer certains actifs, branches ou activités de la Société avec, ou à, des entités détenues par l'Initiateur. Cependant, à ce jour, aucune décision n'a été prise.

Il est rappelé que l'ensemble des Membres du Concert ont pris l'engagement d'apport des actions qu'ils pourraient détenir dans la Société à l'Initiateur à l'issue du Retrait Obligatoire

de sorte que l'Initiateur détienne 100% du capital et des droits de vote de la Société.

L'essentiel des bénéfices attendus proviendrait de possibles économies liées à la simplification des structures juridiques de l'Initiateur et du fait de libérer la Société des contraintes réglementaires et administratives liées à la cotation des actions de la Société. Ces bénéfices n'ont pas été précisément évalués à ce stade.

1.4. Procédure et calendrier de l'Offre

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

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

L'Offre sera ouverte pendant une période de 10 jours de négociation. Elle sera centralisée par Euronext Paris.

Le calendrier indicatif de l'Offre est décrit à la section 2.6 de la Note d'Information.

Il est précisé que l'Offre est faite aux actionnaires d'Horizontal Software situés en France et hors de France, à condition que le droit local auquel ils sont soumis leur permette de participer à l'Offre sans nécessiter de la part de l'Initiateur l'accomplissement de formalités supplémentaires.

La participation à l'Offre et la diffusion de la note d'information en réponse de la Société peuvent faire l'objet de restrictions légales dans certaines juridictions.

Les termes et modalités de l'Offre, ainsi que les restrictions susvisées, sont décrits de manière plus détaillée dans la Note d'Information.

1.5. Motifs de l'Offre

L'Offre revêt un caractère obligatoire conformément aux dispositions des articles 235-2 et 234-2 du règlement général de l'AMF compte tenu du franchissement à la hausse du seuil de 50% du capital et des droits de vote de Horizontal Software, de manière directe, par l'Initiateur.

Elle sera réalisée selon la procédure simplifiée et a ainsi été déposée en application des articles 233-1 2° et suivants du règlement général de l'AMF.

L'Offre, qui sera suivie d'un Retrait Obligatoire dans la mesure où les conditions dudit retrait sont d'ores et déjà réunies, vise à procéder au retrait de la Société du marché boursier, permettant de simplifier le fonctionnement opérationnel de la Société en se libérant des contraintes réglementaires et administratives liées à la cotation des actions de la Société.

2. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE HORIZONTAL SOFTWARE ET INTENTIONS

2.1. Avis motivé du conseil d'administration

Le Conseil d'administration de la Société s'est réuni le 6 octobre 2020, sur convocation de son président, afin, notamment, d'examiner le projet d'Offre et de rendre un avis motivé sur l'intérêt de l'Offre et sur les conséquences de celle-ci pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Un extrait des délibérations du Conseil d'administration relatif à son avis motivé est reproduit ci-après :

« Le Président rappelle aux administrateurs que dans le cadre du protocole d'investissement conclu avec la société Extens le 24 avril 2020 (ci-après le « *Protocole d'Investissement* »), le directeur général de la Société, sur délégation conférée par le conseil d'administration du 2 juin 2020, faisant usage de la délégation de compétence conférée par l'assemblée générale ordinaire et extraordinaire des actionnaires de la Société qui s'est tenue le 2 juin 2020, dans ses quatorzième (14^e) et quinzième (15^e) résolutions, a constaté, en date du 11 juin 2020, la réalisation d'une augmentation de capital d'un montant nominale de 4.250.000 euros par l'émission de 8.500.000 actions nouvelles de 0,50 euro souscrites à la valeur nominale (ci-après l' « *Augmentation de Capital* »).

A l'issue de cette augmentation de capital réservée, la société HSW Développement détient 8.220.000 actions de la Société, soit 71,19% du capital et des droits de votes. Il indique que, conformément aux dispositions de l'article L. 233-7 du Code de commerce, HSW Développement a notifié à la Société avoir franchi des seuils mentionnés audit article et notamment le seuil de 50 % en capital et en droit de vote, rendant ainsi obligatoire le dépôt auprès de l'Autorité des marchés financiers (ci-après l' « *AMF* ») d'un projet d'offre publique d'achat simplifiée visant la totalité des actions de la Société initiée par HSW Développement (ci-après l' « *Offre* »).

Présentation des termes et modalités de l'Offre

Dans ce contexte et conformément aux dispositions du Protocole d'Investissement, HSW Développement agira en qualité d'Initiateur agissant de concert avec (i) Monsieur Jean Mounet, président du conseil d'administration de la Société, (ii) Madame Ingrid Eeckhout, directeur général de la Société, (iii) Truffle Capital, agissant en tant que société de gestion des fonds actionnaires de la Société, (iv) la société Holding incubatrice Série 1, (v) la société Holding incubatrice Série 2 et (vi) vingt-et-un autres actionnaires salariés (ci-après dénommés ensemble les « *Actionnaires de Contrôle* »). Les Actionnaires de Contrôle détiennent à la date de la présente réunion ensemble 10.846.149 actions de la Société représentant 93,94% du capital.

Une présentation des principaux termes de l'Offre est ensuite réalisée aux administrateurs.

L'Offre porterait sur l'ensemble des titres de la Société à l'exception :

- des actions détenues par les Actionnaires de contrôle ;
- des actions auto-détenues par la Société ;

- des 75.000 actions attribuées gratuitement acquises le 23 mars 2020 dont la période de conservation n'aura pas expiré avant la clôture de l'Offre ;
- des 385.500 bons de souscriptions de parts de créateurs d'entreprise en circulation et non exercés par leurs bénéficiaires.

En conséquence, l'Offre porte sur un maximum de 681.141 actions représentant 5,90 % du capital social et des droits de vote.

Conformément aux termes du Protocole d'Investissement, l'Offre sera suivie d'une procédure de retrait obligatoire (ci-après le « *Retrait Obligatoire* »), dont les conditions de mise en œuvre sont d'ores-et-déjà remplies compte tenu de la détention actuelle des Actionnaires de Contrôle.

Dans le cadre de l'Offre, HSW Développement s'engage à acquérir la totalité des actions apportées à l'Offre au prix de 1,04 euro par actions (ci-après le « *Prix de l'Offre* »). Il est précisé que le Prix de l'Offre correspond au prix du Retrait Obligatoire.

L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée régie par les articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF. La durée de l'Offre sera de 10 jours de négociation.

L'Offre est présentée par Banque Delubac & Cie, en tant que banque présentatrice, qui garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par HSW Développement dans le cadre de l'Offre en application de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF.

Le Président présente ensuite le calendrier indicatif de l'offre.

Expertise indépendante

Dans le cadre de l'Offre, en vertu de l'article 261-1 du règlement général de l'AMF, la Société est tenue de désigner un expert indépendant pour les raisons suivantes :

- la Société est déjà contrôlée au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce, avant le lancement de l'Offre, par l'initiateur de celle-ci (article 261-1 I 1° du règlement général de l'AMF) ;
- les dirigeants de la Société ont conclu un accord avec l'initiateur de l'Offre susceptible d'affecter leur indépendance (article 261-1 I 2° du règlement général de l'AMF) ;
- il existe plusieurs accords connexes susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix de l'Offre (article 261-1 I 4° du règlement général de l'AMF) ;
- l'Offre a vocation à être suivie du Retrait Obligatoire (article 261-1 II du règlement général de l'AMF).

Le Président rappelle que c'est dans ce contexte que, le conseil d'administration, lors de sa réunion du 29 avril 2020, a nommé le cabinet Advolis, représenté par Monsieur Hugues de Noray en qualité d'expert indépendant sur le fondement des dispositions réglementaires décrites ci-dessus. Toutefois, cette nomination n'ayant pas été préalablement notifiée à l'AMF, une demande de non-opposition a été formulée auprès de l'AMF afin de confirmer cette nomination en application de l'article 261-1-1 du règlement général de l'AMF. Le collège de l'AMF, lors de sa réunion du 21 juillet 2020, a fait part de son absence d'opposition à votre nomination en qualité d'expert indépendant dans le cadre de l'Offre (ci-après la « *Décision de Non-Opposition* »). Le 23 juillet 2020, conformément aux dispositions des articles 261-1 et 261-1-1 du règlement général de l'AMF ainsi que la Décision de Non-Opposition, le conseil d'administration a confirmé la nomination du cabinet Advolis, représenté par Monsieur

Hugues de Noray, en qualité d'expert indépendant décidée par le conseil d'administration le 29 avril 2020. Il précise également que cette nomination, ainsi que sa confirmation, sont intervenues à l'issue d'un processus de sélection et seuls les administrateurs indépendants ont pris part aux débats ainsi qu'au vote de ces décisions.

En application de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF, le rapport de l'expert indépendant a pour objectif de permettre au conseil d'administration d'apprécier les conditions financières de l'Offre et d'indiquer les conclusions de l'expert indépendant sur le caractère équitable du Prix de l'Offre et du prix proposé en cas de retrait obligatoire à l'issue de l'Offre pour les actionnaires minoritaires de la Société.

Le rapport de l'Expert Indépendant, dont le projet a été transmis aux administrateurs préalablement à la présente réunion, est ensuite présenté aux administrateurs. Il est notamment rappelé les diligences qui ont été réalisées par l'expert indépendant, les analyses élaborées dans le cadre de sa mission ainsi que les méthodes d'évaluation qui ont été retenues. Le Président indique que dans le cadre de cette mission, la Société a transmis à l'expert indépendant le *business plan* à horizon trois qui a été revu par le conseil d'administration lors de sa réunion du 29 avril 2020. Il rappelle, au surplus, que le conseil d'administration, lors de sa réunion du 23 juillet 2020 à l'occasion de la confirmation de la nomination de l'expert indépendant, a constaté que le *business plan* n'a pas évolué depuis sa présentation initiale le 29 avril 2020 et approuve, en tant que de besoin, ledit *business plan*.

Il est indiqué que le rapport de l'Expert Indépendant conclu que le Prix de l'Offre est équitable, d'un point de vue financier, pour les actionnaires de la Société dans le cadre de l'Offre et du Retrait Obligatoire.

Accords connexes à l'Offre

Le Président rappelle que les Actionnaires de Contrôle ont conclu certains accords et pris différents engagements ayant pour objectifs d'assurer la réussite de l'Offre et du Retrait Obligatoire ainsi que de gérer leurs relations à l'issue de ces opérations. Il indique que ces accords sont les suivants :

- le Protocole d'Investissement qui comprend notamment les engagements suivants :
 - l'engagement des Actionnaires de Contrôle, hors HSW Développement, d'apporter les actions de la Société qu'ils détiendraient à l'issue du Retrait Obligatoire, à HSW Développement, les actions ainsi apportées seront valorisées sur la base du prix d'émission des actions nouvelles souscrites par HSW Développement dans le cadre de l'augmentation de capital avec suppression du droit préférentiel de souscription, soit 0,50€ par action, et rémunérées par l'émission d'actions nouvelles de HSW Développement (ci-après l'« *Engagement d'Apport* ») ;
 - la participation de Monsieur Jean Mounet, président du conseil d'administration, à l'Augmentation de Capital, à hauteur de 280.000 actions au prix de souscription unitaire de 0,50 euro soit un montant global de souscription de 140.000 euros ;
 - l'engagement de vote en faveur d'une augmentation du capital avec suppression du droit préférentiel de souscription des associés, d'un montant maximum de 100.000 euros avec un prix de souscription par action de 0,50 euro, qui sera réservée à Monsieur Jean Mounet ;

- l'abandon de créances des sociétés Truffle Capital, Holding Incubatrice Série 1 et Holding Incubatrice Série 2 assorti d'une clause de retour à meilleur fortune (ci-après l' « *Abandon de Créances* ») ;
- l'attribution gratuite d'actions de la Société ou de HSW Développement à Madame Ingrid Eeckhout, à hauteur de 334.000 actions gratuites, à Monsieur Jean Mounet, à hauteur de 427.000 actions gratuites, et à d'autres salariés, dont l'identité sera déterminé par les dirigeants et Extens, à hauteur de 44.500 actions (ci-après l' « *Attribution Gratuite d'Actions* ») ;
- la conclusion d'un pacte d'associés de la société HSW Développement en date du 8 juin 2020 ayant pour objet d'organiser la gouvernance de HSW Développement ainsi que les relations entre ses associés, à l'issue de l'apport de titres décrit ci-dessus, complété par un avenant n°1 en date du 29 septembre 2020 (ci-après le « *Pacte* ») dont un exemplaire a été transmis aux administrateurs préalablement à la réunion comprenant notamment les engagements suivants :
 - une promesse d'achat d'Extens, ou d'un de ses affiliés, de 55.000 actions détenues par sociétés Truffle Capital, Holding Incubatrice Série 1 et Holding Incubatrice Série 2, à l'issue du Retrait Obligatoire, pour un prix d'acquisition de 1,04 euro par actions correspondant au Prix de l'Offre (ci-après la « *Promesse* ») ;
 - la mise en place de règles de gouvernance de HSW Développement à l'issue du Retrait de Cote ;
 - la détermination de règles communes applicables aux transferts des titres HSW Développement par les Actionnaires de Contrôle à l'issue du Retrait de Cote et de la réalisation de l'Engagement d'Apport, à l'exception des titres objet de la Promesse ;
 - la mise en place d'un ensemble d'engagements permettant d'assurer la fidélisation et la motivation de Monsieur Jean Mounet et Madame Ingrid Eeckhout (inaccessibilité, clause de non-concurrence, clause d'exclusivité, clause de *bad leaver*, clause de *good leaver*, etc.) ;
- la conclusion de mini-pactes en date du 9 juin 2020 avec les Actionnaires de Contrôle détenant des valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société ayant pour objet de préserver les droits des porteurs desdites valeurs mobilières en cas d'exercice, complété par des avenants n°1 en date du 29 septembre 2020 et du 30 septembre 2020 (ci-après les « *Mini-Pactes* ») dont un exemplaire a été transmis aux administrateurs préalablement à la réunion.

Le Président décrit ensuite l'ensemble des engagements et des obligations pris par les Actionnaires de Contrôle dans le cadre de ces accords, notamment du Pacte et des Mini-Pactes.

Rappel des réunions relatives à l'Offre

Conformément à l'Instruction AMF DOC-2006-07, dans sa version en vigueur au 10 février 2020, le Président rappelle aux administrateurs que l'Offre a fait l'objet des réunions du conseil d'administration suivantes :

- Réunion du 29 avril 2020 portant notamment sur :
 - l'arrêté des comptes de l'exercice clos le 31 décembre 2019 ;
 - un point sur les opérations de rapprochement avec Extens comprenant la conclusion du Protocole d'Investissement et la mise en œuvre des Augmentations de Capital rendant l'Offre obligatoire ;

- la nomination d'un expert indépendant ;
- la convocation de l'assemblée générale ordinaire et des actionnaires du 2 juin 2020 ;
- la revue du *business plan* à horizon trois ans.
- Réunion du 11 juin 2020 :
 - la constatation de l'Augmentation de Capital par le directeur général ;
 - l'avis préalable du conseil d'administration sur l'Offre et le Retrait Obligatoire ;
- Réunion du 23 juillet 2020 :
 - la confirmation de la nomination de l'expert indépendant dans le prolongement de la Décision de Non-Opposition ;
 - la constatation de l'absence d'évolution du business plan présenté le 29 avril 2020 et l'approbation dudit *business plan*.

Avis motivé du conseil d'administration

Ceci ayant été rappelé, le Président indique qu'il revient au conseil d'administration de rendre un avis motivé sur l'Offre et le Retrait Obligatoire tels que ces opérations viennent de lui être exposées.

Les administrateurs prennent acte, à l'unanimité, que dans l'optique d'une bonne gouvernance et afin d'éviter les conflits d'intérêts, les administrateurs étant partie au Protocole d'Investissement, au Pacte ou intéressés à l'Offre, directement ou indirectement, soit Messieurs Jean Mounet, Arnaud Houette, Quentin Jacomet et Alexandre Odin ne participeront pas ni aux débats ni au vote sur la présente décision. En conséquence, seuls disposent du droit de vote Messieurs Eric Bohssein et Patrice Rullier, administrateurs indépendants.

Le Président donne ensuite successivement la parole à Messieurs Eric Bohssein et Patrice Rullier qui font part de leur opinion sur le Protocole d'Investissement, le Pacte, les Mini-Pactes, l'Offre et le Retrait Obligatoire. Messieurs Eric Bohssein et Patrice Rullier se déclarent successivement en faveur de l'Offre et du Retrait Obligatoire, tels que ces projets leur ont été exposés. Ils se déclarent également en faveur de l'ensemble des accords connexes permettant la réalisation de l'Offre ou ayant pour objectif de gérer la situation des Actionnaires de Contrôle à l'issue du Retrait Obligatoire, notamment le Pacte et les Mini-Pacte.

Après en avoir délibéré, le conseil d'administration, à l'unanimité, Messieurs Jean Mounet, Arnaud Houette, Quentin Jacomet et Alexandre Odin ne participant pas aux votes :

- considère que :
 - le projet d'Offre et le Retrait Obligatoire est conforme à l'intérêt de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés, notamment compte tenu du contexte de l'Offre ;
 - l'Offre s'inscrit dans le contexte d'une situation financière dégradée de la Société alors qu'au cours des précédentes années, la Société a réalisé différentes augmentations de capital que ce soit auprès d'investisseurs privés ou auprès de ses actionnaires de références ;
 - la survenance de la crise liée au Covid19 a dégradé le carnet de commandes d'Horizontal Software et a conduit à réviser à la baisse les prévisions du plan d'affaires, augmentant encore les besoins de financement de la Société ;

- la continuité de l'exploitation de la Société aurait été manifestement compromise sans la conclusion du Protocole d'Investissement et l'investissement d'Extens, seul partenaire disposé à soutenir à court terme la société.
 - l'Offre et le Retrait Obligatoire s'inscrivent dans le cadre du Protocole d'Investissement dont la mise en œuvre permet d'assurer la continuité d'exploitation de la Société ;
 - HSW Développement s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité et de développement de la Société ;
 - HSW Développement souhaite accompagner le développement de la Société et n'envisage pas de modifier la politique poursuivie par la Société, notamment en matière d'emploi ;
 - les conditions financières de l'Offre, qui font notamment apparaître une prime de 33,10% sur la période de 60 jours de négociation précédant la date de pré-offre du 17 juin 2020 et une prime de 108% par rapport au prix des actions émises lors de l'Augmentation de Capital sont équitables pour les actionnaires y compris pour les minoritaires ;
 - les accords conclus entre les Actionnaires de Contrôle, décrits ci-dessus dans le paragraphe intitulé « Accords connexes à l'Offre », ne constituent pas un avantage conféré aux Actionnaires de Contrôles dans le cadre de l'Offre ou du Retrait Obligatoire et n'ont pas d'incidence sur les conditions de l'Offre ou du Retrait Obligatoire ;
 - les accords conclus entre les Actionnaires de Contrôle s'inscrivent dans un objectif à long terme permettant de gérer leurs relations à l'issue du Retrait Obligatoire.
- approuve le principe des accords conclus entre les Actionnaires de Contrôle et de l'ensemble des engagements et des obligations qu'ils contiennent à savoir :
- le Protocole d'Investissement ;
 - l'Engagement d'Apport ;
 - la participation de Monsieur Jean Mounet, président du conseil d'administration, à l'Augmentation de Capital ;
 - l'engagement de vote en faveur d'une augmentation du capital avec suppression du droit préférentiel de souscription des associés, d'un montant maximum de 100.000 euros avec un prix de souscription par action de 0,50 euro, qui sera réservée à Monsieur Jean Mounet ;
 - l'Abandon de Créances ;
 - l'Attribution Gratuites d'Actions ;
 - le Pacte ;
 - la Promesse ;
 - les règles de gouvernance de HSW Développement à l'issue du Retrait de Cote ;
 - les règles applicables aux transferts des titres HSW Développement par les Actionnaires de Contrôle à l'issue du Retrait de Cote et de la réalisation de l'Engagement d'Apport, à l'exception des titres objet de la Promesse ;
 - les engagements permettant d'assurer la fidélisation et la motivation de Monsieur Jean Mounet et Madame Ingrid Eeckhout ;
 - les Mini-Pactes.
- émet un avis favorable sur le projet d'Offre, initiée par HSW Développement au prix de 1,04 euro par action, qu'il juge équitable et conforme aux intérêts de la Société, de

ses actionnaires et de ses salariés, ainsi que le projet de Retrait Obligatoire, pour les motifs rappelés ci-dessus ;

- recommande aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'Offre. »

2.2. Intentions des membres du conseil d'administration de Horizontal Software

A la connaissance de la Société et à la date du présent projet de note en réponse, les membres du conseil d'administration de Horizontal Software, à l'exception de Jean Mounet et Truffle Capital, administrateurs intéressés n'apportant pas leurs titres à l'Offre, ne détiennent pas d'actions composant le capital de la Société.

2.3. Intentions de la Société quant aux actions auto-détenues

Le conseil d'administration de la Société a décidé de ne pas apporter à l'Offre les actions auto-détenues, soit, au 7 octobre 2020, 18.657 actions Horizontal Software.

3. ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE

3.1. Pacte d'associés signé le 8 juin 2020 et de son avenant en date du 29 septembre 2020

Le Pacte engage ses signataires (cf. note de bas de page 6) pour une durée de 10 ans et précise dans son préambule qu'il a « pour objet de définir les droits et obligations des Parties et leurs engagements respectifs en vue de la poursuite de leurs objectifs communs au travers de la Société ainsi que l'objectif de liquidité des associés à moyen terme ». Ces objectifs s'inscrivent dans la durée, :

- pour l'équipe dirigeante actuelle (dès lors que Monsieur Jean Mounet et Madame Ingrid Eeckhout se sont engagés à une incessibilité de leurs titres de l'initiateur pendant une durée de cinq (5) ans ; et
- pour l'ensemble des signataires du Pacte compte tenu de la clause de liquidité qui prévoit la mise en œuvre éventuelle d'une cession de la Société à compter seulement du 4ème anniversaire de la signature du Pacte.

Les signataires du Pacte sont convenus, pendant la durée du Pacte, de la mise en œuvre d'une politique commune vis-à-vis de l'Initiateur en matière de politique stratégique, financière et sociale.

Les principales dispositions du Pacte en matière de gouvernance et de transmission de titres sont résumées ci-après.

En matière de gouvernance, HSW Développement sera représentée par un président et un directeur général, seuls habilités à engager HSW Développement vis-à-vis des tiers.

Outre la mission de représentation légale d'HSW Développement vis-à-vis des tiers, (i) le président aura certaines attributions propres, telles que la présidence de l'assemblée générale ou le contrôle de la bonne marche d'HSW Développement et (ii) le directeur général aura également certaines attributions propres list, telles que le management du business : commerce, technique, R&D, relations avec clients et partenaires ou le management des

fonctions : finances, relations bancaires, CIR, road shows, ressources humaines, recrutements, évaluations, salaires, relations avec les institutions représentatives du personnel, communication et marketing, juridique, DSI, achats, locaux.

Le premier président d'HSW Développement sera Monsieur Jean Mounet pour une durée d'un (1) an renouvelable tandis que Madame Ingrid Eeckhout sera directeur général pour une durée indéterminée (Monsieur Jean Mounet et Madame Ingrid Eeckhout étant ci-après dénommés collectivement les « Dirigeants »). A l'issue du mandat de Monsieur Jean Mounet, Madame Ingrid Eeckhout démissionnera de ses fonctions de directeur général et remplacera Monsieur Jean Mounet aux fonctions de président d'HSW Développement.

Par ailleurs, un Comité de Surveillance sera mis en place et sera obligatoirement consulté par les Dirigeants comme le prévoit le Pacte sur « la marche des affaires, l'organisation, la structuration et la stratégie du Groupe » afin de pouvoir discuter et mettre en œuvre conjointement une politique commune au sein de la société et du groupe.

Le Comité de Surveillance sera composé d'un maximum de cinq (5) membres et de deux (2) censeurs assurant une représentation des parties au Pacte en proportion de leur participation au capital de la société :

- trois (3) membres sont désignés par l'actionnaire majoritaire Extens E-Health Fund II S.L.P : à savoir, Monsieur Frédéric Serein, Monsieur Arnaud Houette et Monsieur Alexandre Odin ;
- un (1) membre est nommé par les Dirigeants et les Autres Associés (tel que ce terme est défini ci-dessous) : à savoir Monsieur Jean Mounet ;
- un (1) membre indépendant est nommé par les membres en fonction du Comité de Surveillance : à savoir, Monsieur Patrice Rullier ;
- un (1) censeur est nommé parmi les candidats proposés par les Fonds Truffle Capital : à savoir, Monsieur Bernard-Louis Roques ; et
- un (1) censeur est nommé parmi les candidats proposés par Extens E-Health Fund II S.L.P, à savoir Monsieur Federico Miotto.

Ainsi, à titre d'illustration, HIS1, HIS2 et les Fonds Truffle Capital, en leur qualité d'Autres Actionnaires, bénéficient à la fois d'un membre au Comité de Surveillance : Monsieur Jean Mounet, et d'un censeur pour les Fonds Truffle Capital : Monsieur Bernard-Louis Roques.

Un certain nombre de décisions stratégiques ou sortant de la gestion courante, telles que l'approbation et la modification du budget annuel, les opérations d'investissement ou de désinvestissement significatives, les emprunts et garanties ou toute opération sur le capital (augmentation, amortissement, réduction), sont soumises à l'accord des membres du Comité de Surveillance avant de pouvoir être mises en œuvre par les Dirigeants.

Les décisions du Comité de Surveillance (telles que celles visées au paragraphe précédent) seront prises à la majorité simple des membres présents et représentés, chaque membre du Comité de Surveillance disposant d'une voix lors des réunions dudit comité.

Les censeurs participent aux délibérations et peuvent exprimer un avis sans voix délibérative.

Le Comité de Surveillance se réunira au moins quatre (4) fois par an, et au moins une fois par trimestre, sur convocation du président, afin notamment de faire le point sur l'activité de la Société au cours de la période écoulée, ses principales opérations et projets en cours ou à venir,

et le cas échéant, sur toute question relevant de ses domaines de compétence.

En matière de transfert de titres, les signataires du Pacte sont convenus, d'adopter une stratégie commune et concertée en matière de cession de leurs titres de la Société. Le Pacte prévoit ainsi les différents droits permettant la mise en œuvre de cette stratégie commune et notamment un droit de préemption en cas de cession par une partie de ses titres, lequel est conféré de manière conjointe à l'ensemble des signataires, un droit de sortie conjointe totale, une clause de sortie forcée permettant d'organiser la cession commune de l'ensemble des signataires en cas d'offre sur la Société et une clause de liquidité organisant à terme (une cession concertée de 100% des titres de la Société détenus par les Membres du Concert.

En outre, Madame Ingrid Eeckhout s'est engagée, en cas de départ (*leaver*) à céder à Extens E-Health Fund II, aux Fonds Truffle Capital, à HIS1 et à HIS2, l'ensemble de ses titres, dans le cadre d'une promesse de vente.

Outre ce qui est précisé ci-dessus, le Pacte prévoit notamment les dispositions spécifiques suivantes :

- (i) une promesse d'achat consentie par Extens ou tout Affilié (tel que ce terme est défini dans le Pacte) au profit des Autres Associés (tel que ce terme est défini ci-dessous), exerçable uniquement pendant une période d'un mois à compter de la date du Retrait Obligatoire, portant sur 55.000 actions d'Horizontal Software au prix de 1,04 € par action,
- (ii) le libre transfert des titres de l'Initiateur par Extens E-Health Fund II à ses affiliés et par Madame Ingrid Eeckhout et Monsieur Jean Mounet à une Holding (tel que ce terme est défini dans le Pacte), et
- (iii) un droit au maintien par chaque signataire du Pacte de sa participation (anti-dilution).

Le Pacte (tel que modifié par son avenant en date du 29 septembre 2020) prévoit également (i) un engagement de non-concurrence pesant sur Monsieur Jean Mounet (à l'exception d'autres activités non concurrentes dans d'autres domaines, telles que mandat d'administrateur, consultant, membre d'un comité stratégique, etc.), (ii) des engagements de non-concurrence, de non-sollicitation et d'exclusivité pesant sur Madame Ingrid Eeckhout, (iii) des engagements usuels visant à la protection de la propriété intellectuelle d'Horizontal Software, la mise en place d'une convention d'assistance et de conseil entre Extens Conseil et l'Initiateur portant sur des prestations de conseil stratégique et opérationnel pour un montant de 25k€ HT/an.

Le Pacte prévoit que Truffle Capital et Extens E-Health Fund II bénéficieront tous deux d'un poste de censeur au sein de la future gouvernance.

Il a d'ores et déjà été convenu entre les parties au Pacte un engagement de voter en faveur d'une augmentation du capital de la société HSW Développement avec suppression du droit préférentiel de souscription des associés, d'un montant maximum de 100.000 euros avec un prix de souscription par action de 0,50 euro, qui sera réservée à Monsieur Jean Mounet (souscrivant alors directement ou par l'intermédiaire de sa holding patrimoniale), lequel ne

s'est pas engagé à souscrire ladite augmentation de capital qui reste une option pour lui.

3.2. Mini-Pactes signés le 9 juin 2020

Les Mini-Pactes prévoient les principales dispositions suivantes :

- i) un droit de préemption sans rang de préférence au profit d'Extens E-Health Fund II S.L.P, des Fonds Truffle Capital, HIS1, HIS2 (les Fonds Truffle Capital, HIS1 et HIS2 étant dénommés collectivement les « Autres Associés »), Madame Ingrid Eeckhout et Monsieur Jean Mounet, étant précisé qu'à tout moment, dans le cadre de l'exercice du droit de préemption, (i) Extens E-Health Fund II S.L.P pourra se substituer tout Affilié et (ii) les Fonds Truffle Capital pourront se substituer tout autre Fonds Truffle Capital, tout Affilié ou toute entité gérée par la même société, entité ou équipe que celle gérant les Fonds Truffle Capital ;
- ii) un droit de sortie conjointe totale exerçable pour l'intégralité des titres détenus par le bénéficiaire en cas de changement de contrôle de la Société (au sens de l'article L.233-3 du Code de commerce) et à condition que le droit de préemption susvisé n'ait pas été exercé ;
- iii) une obligation de sortie forcée à la main d'Extens E-Health Fund II S.L.P (ou tout Affilié qui s'y substituerait) ;
- iv) un engagement de ne pas nantir tout ou partie des titres d'HSW Développement pendant toute la durée du mini-pacte ;
- v) une promesse de vente au profit d'Extens E-Health Fund II S.L.P et des Autres Associés de l'ensemble des titres détenus par le titulaire à la date d'exercice en cas de leaver, le prix de cession desdits titres variant en fonction du cas de leaver (good leaver : décès, invalidité ou cessation des fonctions pour toute cause autre qu'une faute lourde ou qu'une faute grave ou autres cas de leaver) ;
- vi) une promesse d'achat d'Extens E-Health Fund II S.L.P et des Autres Associés des titres visés au paragraphe (v) ci-dessus ;
- vii) des engagements de confidentialité, non-concurrence et non-sollicitation (de 24 mois suivant la date de cessation des fonctions du titulaire concernant la non-concurrence et la non-sollicitation) et exclusivité ;
- viii) des engagements usuels visant à la protection de la propriété intellectuelle d'Horizontal Software ;
- ix) un engagement d'apport à HSW Développement et à première demande de cette dernière (i) de l'ensemble des actions gratuites émises par Horizontal Software à l'issue de la période d'acquisition et/ou de conservation et (ii) des actions souscrites dans le cadre de l'exercice de BSPCE émis par Horizontal Software ; et
- x) un engagement des meilleurs efforts de faciliter la mise en œuvre d'une liquidité consistant en la vente de 100% des actions de la Société.

3.3. Autres accords pouvant avoir une incidence sur l'appréciations de l'offre

i) Emission d'actions gratuites

HSW Développement s'est engagé à procéder, dans un délai de trois (3) mois à compter du retrait de la cote, à l'émission et l'attribution d'actions gratuites assorties d'une période d'acquisition, sous condition de la présence continue des bénéficiaires, d'un an et d'une période de conservation d'un an (sous réserve de ce qui est précisé ci-après), sans condition de performance au profit de :

- Madame Ingrid Eeckhout à hauteur de 334.000 actions gratuites,
- Monsieur Jean Mounet à hauteur de 427.000 actions gratuites, étant précisé pour Jean Mounet qui est mandataire social, révocable *ad nutum*, que cette condition de présence lui est applicable sauf cas de révocation intervenant préalablement à la date d'acquisition définitive des actions gratuites le concernant,
- d'autres salariés clés d'Horizontal Software à désigner conjointement par Madame Ingrid Eeckhout et Monsieur Jean Mounet en accord avec Extens E-Health Fund II S.L.P (la liste des salariés concernés n'étant, à ce jour, pas encore établie), à hauteur de 44.500 actions gratuites, et ce, afin de les fidéliser à la société et au groupe.

Ces émissions d'actions gratuites sont conditionnées à la présence des bénéficiaires à la date d'attribution, soit au plus tard dans les trois (3) mois suivant le Retrait Obligatoire, et à la date d'acquisition définitive, soit un (1) an après la date d'attribution, (sous la réserve ci-dessus concernant Monsieur Jean Mounet) et les actions qui seraient obtenues font l'objet de l'engagement d'incessibilité de cinq (5) ans figurant au Pacte, incluant la période de conservation d'au moins un (1) an imposée par la loi.

Ces émissions d'actions gratuites ont pour objet d'intéresser les dirigeants et salariés de HSW Développement à la réussite du projet de développement qu'ils doivent mettre en œuvre pour cette société et sa filiale Horizontal Software, conformément aux règles légales applicables, et en contrepartie notamment des différents engagements (incessibilité, promesses de cession en cas de départ, non-concurrence, propriété intellectuelle, etc.) pris au titre du Pactes et/ou des Mini-Pactes pour les bénéficiaires concernés. Elles permettent d'aligner les intérêts du management (salariés et dirigeants) et ceux des investisseurs pendant la durée d'investissement de ces derniers et dans la perspective d'une future liquidité à terme.

La valeur de cet intéressement réalisé dans les conditions légales applicables aux attributions gratuites d'actions peut être évaluée à la date des présentes à 0,50 euro par action ainsi gratuitement attribuée correspondant au prix de souscription unitaire des actions d'HSW Développement par Extens Fund II S.L.P. Cette valorisation correspond à la valeur nominale des actions de HSW Développement, valeur minimum d'attribution, et ne tient pas compte d'éventuelle décote de holding ou d'incessibilité.

Tableau synthétique présentant les caractéristiques des actions HSW Développement attribuées gratuitement :

Bénéficiaire(s)	Nombre total d'actions gratuites émises et attribuées	Valorisation d'une action gratuite	Valorisation globale des actions gratuites attribuées	Principales caractéristiques des actions gratuites
M. Jean Mounet	427 000	0,50 €	213 500,00 €	- Emission et attribution dans un délai de trois (3) mois à compter du Retrait Obligatoire ;
Mme. Ingrid Eeckhout	334 000		167 000,00 €	- Période d'acquisition d'un (1) an ; - Période de conservation d'un (1) an ;
Autres salariés clés d'Horizontal Software choisis conjointement par M. Jean Mounet, Mme. Ingrid Eeckhout et Extens E-Health Fund II S.L.P (liste non arrêtée à ce jour)	44 500		22 250,00 €	- Condition de présence continue des bénéficiaires de la date d'attribution à la date d'acquisition définitive (soit un (1) an après la date d'attribution, étant précisé pour M. Jean Mounet que cette condition lui est applicable, sauf en cas de révocation de son mandat social intervenant préalablement à la date d'acquisition définitive des actions gratuites le concernant) ; - Clause de non concurrence de 24 mois suivant la date de cessation des fonctions ; et - Engagement d'incessibilité de cinq (5) ans (période de conservation incluse).

ii) Engagements des administrateurs indépendants d'Horizontal Software

Les deux administrateurs indépendants d'Horizontal Software, Messieurs Eric Bohssein et Patrice Rullier, détenteurs de BSPCE, se sont engagés, dans des actes en date du 9 juin 2020, tels que modifiés par avenants en date du 29 septembre 2020, à apporter l'ensemble des titres d'Horizontal Software qu'ils auront vocation à détenir dans l'hypothèse de l'exercice futur de leurs BSPCE, à HSW Développement postérieurement à la réalisation du Retrait Obligatoire, ainsi qu'à souscrire aux engagements suivants destinés à partager certaines des règles communes de cession de titres : droit de préemption, obligation de sortie forcée, clause de liquidité visant à organiser une cession concertée de la société à terme.

4. ÉLÉMENTS CONCERNANT HORIZONTAL SOFTWARE SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

4.1. Structure du capital de la Société

A la date de la présente Note en Réponse, le capital social est fixé à la somme de 5.772.973,50 euros réparti en 11.545.947 actions de 0,50 euro de nominal. Le nombre de droits de vote théorique s'établit à 11.527.290.

A la connaissance de la Société, selon les dernières informations sur les franchissements de seuils communiqués, au 7 octobre 2020 le capital de la Société est réparti comme suit :

	Nbre d'actions	% d'actions	Droits de vote théorique	% Droits de Vote
HSW Développement	8 220 000	71,19%	8 220 000	71,19%
Fonds gérés par Truffle Capital	1 231 003	10,66%	1 231 003	10,66%
Holding Incubatrice série 1	197 145	1,71%	197 145	1,71%
Holding Incubatrice série 2	397 748	3,44%	397 748	3,44%
Mandataires sociaux et salariés membres du concert	800 253	6,93%	800 253	6,93%
Total Concert	10 846 149	93,94%	10 846 149	93,94%
Autres	681 141	5,90%	681 141	5,90%
Autocontrôle	18 657	0,16%	18 657	0,16%
Total	11 545 947	100%	11 545 947	100%

Horizontal Software avait émis le 25 juillet 2018, au bénéfice du fonds luxembourgeois European High Growth Opportunities Securitization Fund (EHGO), membre du groupe Alpha Blue Ocean, un emprunt obligataire d'un montant nominal total de 2 M€ par voie d'émission réservée de 200 obligations convertibles ou échangeables en actions nouvelles et/ou existantes (OCEANE) assorties de bons de souscription d'actions (BSA).

Aux termes d'un accord transactionnel en date du 28 avril 2020, Horizontal Software s'est engagé à rembourser en numéraire la valeur nominale des 87 OCEANE encore en circulation, soit la somme totale de 870.000 euros. Cette somme ayant été versée le 22 juin 2020, le contrat est définitivement résilié et l'ensemble des BSA en circulation attachés aux 87 OCEANE émises et non encore exercés, ont été rachetés par la Société pour 1€ en vue de leur annulation.

Horizontal Software a également émis 385.500 BSPCE non exercés, tous hors la monnaie, non cessibles et non cotés toujours en circulation, pouvant donner droit à 65.550 actions maximum.

Il existe 75.000 actions attribuées gratuitement par la Société à certains dirigeants et salariés de la Société et de ses filiales, dont la période de conservation n'aura pas expiré avant la clôture de l'Offre.

La Société n'a pas émis d'autres instruments financiers donnant accès au capital social et/ou aux droits de vote de la Société autres que des actions et les instruments évoqués ci-avant, non visés par l'Offre.

4.2. Participations directes ou indirectes au sein du capital de Horizontal Software ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuils ou d'une déclaration d'opération sur titres

A la connaissance de la Société, à la date de la présente Note en Réponse, le capital social de la Société est réparti ainsi qu'il est indiqué à la section 4.1 ci-dessus.

Depuis son introduction en bourse sur le marché Euronext Growth d'Euronext Paris le 14 décembre 2016, la Société a reçu les déclarations de franchissement de seuils suivantes :

- déclaration par Truffle Capital le 16 décembre 2016 du franchissement à la baisse du seuil des 50% du capital et des droits de vote de Horizontal Software, ce franchissement de seuils résultant de son absence de souscription à l'augmentation de capital de la société HORIZONTAL SOFTWARE dans le cadre de son introduction en bourse ;
- déclaration par HSW Développement le 12 juin 2020 du franchissement à la hausse du seuil des 50% du capital et des droits de vote de Horizontal Software, ce franchissement de seuils résultant de la souscription par HSW Développement de 8.220.000 actions au prix unitaire de 0,50 euro dans le cadre d'une augmentation de capital réservée mise en œuvre par le conseil d'administration de la société Horizontal Software sur délégation de l'assemblée générale mixte en date du 2 juin 2020 ;
- déclaration complémentaire par les Membres du Concert le 16 juin 2020 du franchissement à la hausse du seuil des 50% du capital et des droits de vote de Horizontal Software, ce franchissement de seuils résultant d'une action de concert entre les déclarants détenant à la date de la déclaration 10.846.149 actions et droits de vote horizontal Software soit 93,94% du capital et des droits de vote de la Société.

4.3. Restrictions à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions et clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du code de commerce

4.3.1. Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote ou aux transferts d'actions

Aucune restriction statutaire, autre que les dispositions relatives aux déclarations de franchissement de seuils (voir ci-après), n'est applicable à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions.

Toute personne physique ou morale agissant seule ou de concert qui vient à posséder un nombre d'actions représentant une quotité de capital ou des droits de vote supérieure aux seuils fixés par la loi, informe la société dans le délai réglementaire, à compter du franchissement du seuil de participation, du nombre total d'actions ou de droits de vote qu'elle possède. Cette information contient les mentions prévues par les dispositions légales et réglementaires en vigueur.

Cette information est également donnée dans les mêmes délais lorsque la participation en capital ou en droits de vote devient inférieure aux seuils fixés par la loi.

Si cela est requis par la loi ou la réglementation en vigueur, cette personne informe également l'Autorité des marchés financiers, dans le délai et selon des modalités fixés par son règlement général, à compter du franchissement du seuil de participation. Le cas échéant, cette information est portée à la connaissance du public dans les conditions fixées par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers.

L'actionnaire qui n'aurait pas procédé régulièrement aux déclarations prévues par la loi auxquelles il était tenu est privé des droits de vote attachés aux actions excédant la fraction qui n'a pas été régulièrement déclarée pour toute assemblée générale d'actionnaires qui se

tiendrait jusqu'à l'expiration d'un délai de deux ans suivant la date de régularisation de la notification.

Dans les mêmes conditions, les droits de vote attachés à ces actions et qui n'ont pas été régulièrement déclarés ne peuvent être exercés ou délégués par l'actionnaire défaillant.

4.3.2. Clause de conventions prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions et portant sur au moins 0,5% du capital ou des droits de vote de Horizontal Software (article L. 233-11 du code de commerce)

Aucune clause de convention prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions Horizontal Software 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 de l'article L. 233-11 du code de commerce.

4.4. Participations directes et indirectes représentant plus de 5% du capital social et des droits de vote de Horizontal Software

Les actionnaires de la Société détenant plus de 5 % de son capital et/ou de ses droits de vote sont indiqués dans le tableau figurant à la section 4.1 ci-avant. A la connaissance de la Société et à la date de la présente Note en Réponse, aucun autre actionnaire que l'Initiateur et Truffle Capital ne détiennent plus de 5% du capital social ou des droits de vote.

4.5. Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci

Néant.

4.6. Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier

Néant.

4.7. Accords entre actionnaires dont Horizontal Software a connaissance pouvant entraîner des restrictions relatives aux transferts d'actions ou 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 au transfert d'actions ou à l'exercice du droit de vote.

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

4.8.1. 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 sont les règles légales et statutaires prévues à l'article 13 des statuts.

La Société est administrée par un conseil d'administration dont les nombres minimum et maximum de membres sont définis par les dispositions légales en vigueur.

La durée des fonctions des administrateurs est de quatre années, le mandat prenant fin à l'issue de l'assemblée générale statuant sur les comptes de l'exercice au cours duquel ledit mandat expire.

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

Tout membre sortant est rééligible.

Conformément aux dispositions de l'article 13 des statuts de la Société, le nombre d'administrateurs personnes physiques et de représentants permanents de personnes morales, âgés de plus de 80 ans, ne pourra, à l'issue de chaque assemblée générale ordinaire annuelle appelée à statuer sur les comptes sociaux, dépasser le tiers (arrondi, le cas échéant, au nombre entier supérieur) des administrateurs en exercice.

Le 11 juin 2020, l'assemblée générale ordinaire et extraordinaire des actionnaires de la Société a nommé, en qualité d'administrateurs, les personnes suivantes proposées par Extens et agréées par le conseil d'administration : Messieurs Quentin, Jacomet, Arnaud Houette et Alexandre Odin. L'assemblée générale a également renouvelé les mandats d'administrateur de Monsieur Jean Mounet ainsi que de la société Truffle Capital, et elle a constaté la démission de Madame Ingrid Eeckhout de son mandat d'administrateur.

Lors de sa réunion du 11 juin 2020, le conseil d'administration a décidé de renouveler le mandat de président du conseil d'administration de Monsieur Jean Mounet ainsi que le mandat de directeur général de Madame Ingrid Eeckhout, arrivés à échéance.

En conséquence, à la date du présent document, le Conseil d'administration de Horizontal Software est composé des sept membres suivants :

- Monsieur Jean Mounet, président du conseil d'administration,
- Truffle Capital, représenté par Monsieur Bernard-Louis Roques, administrateur,
- Monsieur Patrice Rullier, administrateur indépendant,
- Monsieur Eric Bohssein, administrateur indépendant,
- Monsieur Quentin Jacomet, administrateur,
- Monsieur Arnaud Houette, administrateur,
- Monsieur Alexandre Odin, administrateur.

La direction générale de la Société est assurée par Madame Ingrid Eeckhout, directeur général.

Conformément aux termes du Protocole, il sera procédé, dès que possible à l'issue du Retrait Obligatoire, à la transformation d'Horizontal Software en société par actions simplifiée, les mandats des administrateurs et du directeur général décrits ci-dessus arriveraient donc à échéance à la date de transformation.

A l'issue des opérations de transformation, HSW Développement assurerait les fonctions de président de Horizontal Software, la stratégie et les orientations du groupe ainsi formé par HSW Développement et Horizontal Software seraient déterminées par le comité de surveillance de HSW Développement, dont la composition et les pouvoirs sont décrits au paragraphe 3.1 ci-avant.

4.8.2. Règles applicables à la modification des statuts

La modification des statuts de la Société se fait conformément aux dispositions légales et réglementaires.

4.9. Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier relatifs à l'émission ou au rachat de titres

Outre les pouvoirs généraux qui lui sont accordés par la loi et les statuts, le conseil d'administration dispose de délégations accordées par l'assemblée générale des actionnaires en matière d'émission ou de rachat de titres, dont le détail est repris ci-après :

N° de la résolution	Délégations données au Conseil d'Administration par l'Assemblée Générale Extraordinaire du 02/06/2020	Montant nominal maximum autorisé	Durée de la délégation
Onzième résolution	Autorisation conférée au Conseil d'Administration, pour acheter, conserver, céder ou transférer, en une ou plusieurs fois, ses propres actions dans le cadre d'un programme de rachat soumis aux dispositions des articles L. 225-209 et suivants du Code de commerce	10% du capital soit 304.594 actions ou 5% du capital si les actions sont conservées dans l'objectif de leur remise ultérieure en paiement ou en échange dans le cadre d'une opération de fusion, de scission ou d'apport	18 mois
Quatorzième résolution	Délégation de compétence consentie au conseil d'administration, en application des dispositions des articles L. 225-129, L. 225-129-2 et L. 225-138 du Code de commerce, sa compétence à l'effet de décider, en une ou plusieurs fois, dans les proportions et aux époques qu'il appréciera, tant en France qu'à l'étranger, l'émission, avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires, d'actions de la Société, à l'exclusion d'actions de préférence, étant précisé que lesdites actions conféreront les mêmes droits que les actions anciennes sous réserve de leur date de jouissance. Les droits préférentiels de souscription seront réservés à Extens E-Health Fund II S.L.P.	Montant nominal maximum de 4.110.000€ (résolution entièrement utilisée à la date du présent document)	Jusqu'au 31 décembre 2020
Quinzième résolution	Délégation de compétence consentie au conseil d'administration, en application des dispositions des articles L. 225-129, L. 225-129-2 et L. 225-138 du Code de commerce, sa compétence à l'effet de décider, en une ou plusieurs fois, dans les proportions et aux époques qu'il appréciera, tant en France qu'à l'étranger, l'émission, avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires, d'actions de la Société, à l'exclusion d'actions de préférence, étant précisé que lesdites actions conféreront les mêmes droits que les actions anciennes sous réserve de leur date de jouissance. Les droits préférentiels de souscription seront réservés à Monsieur Jean Mounet	Montant nominal maximum de 140.000€ (résolution entièrement utilisée à la date du présent document)	Jusqu'au 31 décembre 2020

Seizième résolution	Autorisation conférée au Conseil d'Administration, dans le cadre des dispositions des articles L. 225-197-1 et suivants du Code de commerce, à procéder à une attribution gratuite d'actions de la Société, existantes ou à émettre, en une ou plusieurs fois, aux périodes qu'il appréciera, à l'exception de la période d'offre publique initiée sur les titres de la Société, au bénéfice des membres du personnel qu'il déterminera parmi les salariés et les mandataires sociaux éligibles de la Société et des sociétés ou groupements qui lui sont liés dans les conditions visées à l'article L. 225-197-2 dudit Code ;	805.500 actions au maximum	Jusqu'au 31 mars 2021
		10% du capital social attribué à la date de l'attribution	
Dix-septième résolution	Autorisation conférée au Conseil d'Administration, avec faculté de subdélégation au directeur général dans les modalités légales et réglementaires, à annuler en une ou plusieurs fois, aux époques qu'il appréciera, les actions acquises par la Société au titre de la mise en œuvre du programme de rachat d'actions autorisée par la présente assemblée dans sa onzième (11 ^{ème}) résolution ou de toute autre résolution ayant le même objet, dans la limite de 10% du capital social de la Société par période de vingt-quatre (24) mois, et à procéder, à due concurrence, à une réduction du capital social, étant précisé que cette limite s'applique à un montant du capital social qui sera, le cas échéant, ajusté pour prendre en compte les opérations qui l'affecteraient postérieurement à la date de la présente assemblée ;	n.a.	18 mois
Dix-huitième résolution	Délégation de compétence consentie au conseil d'administration, à l'effet d'augmenter en une ou plusieurs fois, sur ses seules décisions, le capital social de la Société, à concurrence d'un montant nominal de 10.000 euros, par émissions d'actions ou d'autres valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société réservées aux adhérents à un plan d'épargne d'entreprise de la Société et des entreprises françaises ou étrangères qui lui sont liées dans les conditions de l'article L. 225-180 du Code de commerce et de l'article L. 3344-1 du Code du travail ; étant précisé que ce montant s'imputera sur le plafond maximum d'augmentation de capital fixé par la onzième (11 ^{ème}) résolution de l'assemblée générale ordinaire et extraordinaire du 27 juin 2019 ;	Plafond global d'un montant nominal de 520.000€ fixé par la onzième (11 ^{ème}) résolution de l'AGO du 27 juin 2019	26 mois

4.10. Accords conclus par Horizontal Software qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de Horizontal Software ou en cas de radiation de Horizontal Software de la cote

A sa connaissance, la Société n'a pas conclu d'accords significatifs qui seraient susceptibles d'être modifiés ou de prendre fin en cas de changement de contrôle de la Société.

4.11. Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration ou les principaux salariés de la Société, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique

A la connaissance de la Société, aucun accord ne prévoit d'indemnités pour les mandataires sociaux ou les principaux salariés qui démissionneraient ou seraient licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique.

5. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

Conformément aux dispositions des articles 261-1 I 1° et 2° et 261-1 II du règlement général de l'AMF, la société a procédé le 29 avril 2020 à la désignation du cabinet ADVOLIS,

représenté par Monsieur Hugues de Noray, en qualité d'expert indépendant, chargé d'établir un rapport sur les conditions financières de l'offre. Cette nomination n'ayant pas été préalablement notifiée à l'AMF, la Société a soumis à l'AMF une demande de non opposition de cette nomination. Le Collège de l'AMF réuni en date du 21 juillet 2020 ne s'étant pas opposé à la nomination d'Advolis, l'expert indépendant a été confirmé dans sa mission par le conseil d'administration d'Horizontal Software en date du 23 juillet 2020, les administrateurs indépendants étant les seuls administrateurs votant.

Dans le cadre de la mission qui lui a été confiée, le cabinet Advolis a rendu un rapport le 5 octobre 2020 et un addendum à ce rapport en date du 5 novembre 2020, reproduits en annexe de la présente Note en Réponse.

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

Conformément à l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de Horizontal Software seront déposées auprès de l'AMF et mises à disposition du public, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre. Ce document sera également mis à la disposition du public selon les mêmes modalités.

7. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE

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

Fait à Lomme, le 10 novembre 2020
Monsieur Jean Mounet
Président du conseil d'administration
d'Horizontal Software

**ANNEXE - RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT
ET ADDENDUM AU RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT**



Horizontal
Software

RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE

VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIETE HORIZONTAL SOFTWARE
INITIEE PAR HSW DEVELOPPEMENT,
FILIALE A 100% D'EXTENS E-HEALTH FUND II S.L.P.

A l'attention du Conseil d'administration

Paris, le 5 octobre 2020

ADVOLIS

38, avenue de l'Opéra - 75002 PARIS
Tél. +33(0)1 55 04 77 77 – Fax : +33(0)1 55 04 77 60
E-mail : hdenoray@advolis.com

Société d'expertise comptable et de commissariat aux comptes
inscrite au Tableau de l'Ordre des experts-comptables et Membre de la Compagnie Régionale de Paris
Société par actions simplifiée au capital de 150 000 € - RCS Paris B 451 567 226

RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE

VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIETE HORIZONTAL SOFTWARE

INITIEE PAR HSW DEVELOPPEMENT, FILIALE A 100% D'EXTENS E-HEALTH FUND II S.L.P.

Aux membres du Conseil d'administration,

En exécution de la mission qui nous a été confiée par le Conseil d'administration d'Horizontal Software, en qualité d'expert indépendant, nous avons établi le présent rapport concernant l'offre publique d'achat simplifiée suivi d'un retrait obligatoire (l'OPAS-RO ou l'Offre), visant les actions de la société Horizontal Software (la Société) et initiée par HSW Développement (l'Initiateur) au prix de 1,04 € par action.

L'Initiateur est une filiale détenue à 100% par la société Extens E-Health Fun II S.L.P., créée pour la réalisation de l'Offre.

Cette Offre fait suite à l'annonce, le 24 avril 2020, de la signature d'un Protocole d'investissement avec Extens E-Health Fund II S.L.P. et de l'intention de réalisation d'une offre publique d'achat suivie d'un retrait obligatoire. Le Protocole d'investissement prévoyait des conditions suspensives visant notamment la réalisation d'une augmentation de capital réservée à l'Initiateur et représentant 71,19% du capital et des droits de votes¹. L'Initiateur a conclu ce Protocole non seulement avec la Société mais avec certains actionnaires et des mandataires sociaux de la Société, constituant ainsi le noyau d'une action de concert à laquelle se sont joints certains salariés. L'action de concert a fait l'objet d'une information au marché, une fois la levée des conditions suspensives constatée, en date du 16 juin 2020.

L'Initiateur a ensuite confirmé son intention de réalisation de l'Offre dans des communiqués publiés le 12 juin 2020 (et ayant donné lieu à une information par l'AMF le 17 juin 2020 constituant la date de référence ouvrant la période de pré-offre), puis le 4 septembre 2020 à l'occasion du relèvement du prix de l'Offre.

Notre nomination, par le Conseil d'Administration d'Horizontal Software du 23 juillet 2020, a été effectuée sur la base d'un double fondement : en effet, d'une part, « l'opération est susceptible de générer des conflits d'intérêts au sein de son conseil d'administration [...] de nature à nuire à l'objectivité de l'avis motivé [...] ou de mettre en cause l'égalité des actionnaires ou des porteurs des instruments financiers qui font l'objet de l'offre », selon les termes des articles 261-1 I. du règlement général de l'AMF (le RG AMF). Et, d'autre part, l'Offre a vocation à être suivie par une opération de retrait obligatoire des titres de la Société qui rend obligatoire la désignation d'un expert indépendant conformément à l'article 261-1 II. du RG AMF.

En application de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF, notre rapport a pour objectif de permettre au Conseil d'administration d'apprécier les conditions financières de l'Offre et notre conclusion porte sur le caractère équitable du prix de l'Offre et du prix proposé en cas de retrait obligatoire à l'issue de l'Offre pour les actionnaires minoritaires de la Société, c'est-à-dire la totalité des actions de la Société non détenues par l'Initiateur et les actionnaires agissant de concert (les Actionnaires de Contrôle), hors actions propres non apportées à l'Offre, soit un nombre maximum de 681 141 actions représentant 5,90% du capital de la société.

¹ L'Assemblée Générale Mixte d'Horizontal Software, réunie le 2 juin 2020, a notamment approuvé cette opération, en déléguant sa réalisation à la Direction générale qui l'a constatée le 11 juin 2020.



Pour atteindre ces objectifs, nous avons effectué les diligences jugées nécessaires et avons établi ce rapport dont le contenu répond aux indications de l'article 3 de l'Instruction n°2006-08 du 25 juillet 2006 de l'AMF, modifiée le 10 février 2020.

La réalisation de l'Offre est soumise à l'obtention de visa de l'AMF.

Nous vous prions de prendre connaissance de nos constatations et conclusions présentées, ci-après, selon le plan suivant :

1. Déroulement de la mission
2. Présentation de l'Offre
3. Présentation d'Horizontal Software et de son environnement
4. Evaluation multicritères de l'action Horizontal Software
5. Analyse des éléments d'appréciation du prix d'offre des actions par la banque présentatrice
6. Remarques reçues d'actionnaires
7. Conclusion sur le caractère équitable de l'offre

Annexes



SOMMAIRE DETAILLE

1. DEROULEMENT DE LA MISSION	6
1.1 PRESENTATION D'ADVOLIS	6
1.2 FONDEMENTS DE LA MISSION D'ADVOLIS	6
1.3 NOMINATION DE L'EXPERT INDEPENDANT	6
1.4 DECLARATION D'INDEPENDANCE	7
1.5 EQUIPE EN CHARGE DE LA MISSION	7
1.6 HISTORIQUE DES MISSIONS D'EXPERTISE INDEPENDANTE	8
1.7 REMUNERATION DE L'EXPERT.....	8
1.8 DILIGENCES REALISEES	8
1.9 POINTS D'ATTENTION SUR LA DOCUMENTATION DES TRAVAUX	9
2. PRESENTATION DE L'OFFRE	10
2.1. PRESENTATION DE L'INITIATEUR	10
2.2. PRESENTATION DE LA SOCIETE OBJET DE L'OFFRE	11
2.3. CONTEXTE DE L'OFFRE	11
2.4. MOTIVATION DE L'OFFRE.....	13
2.5. PRINCIPAUX TERMES DE L'OFFRE	13
2.6. ACCORDS CONNEXES ET AUTRES ACCORDS POUVANT AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR LE PRIX D'OFFRE	15
2.6.1. AUGMENTATION DE CAPITAL RESERVEE A M. JEAN MOUNET	15
2.6.2. ABANDONS DE CREANCES PRECEDANT L'OFFRE	16
2.6.3. EMISSION D'ACTIONS GRATUITES	17
2.6.4. ENGAGEMENTS D'APPORT DES TITRES DE LA SOCIETE APRES LE RETRAIT DE LA COTE	18
2.6.5. PROMESSE D'ACHAT PAR EXTENS (OU AFFILIE) DE 55.000 ACTIONS DETENUES PAR TRUFFLE CAPITAL, HIS1 ET HIS2, APRES LE RETRAIT DE LA COTE	19
2.6.6. PACTE D'ASSOCIES.....	19
2.6.7. MINI-PACTES D'ASSOCIES	21
2.6.8. ENGAGEMENT DES ADMINISTRATEURS INDEPENDANTS.....	21
2.6.9. REMBOURSEMENT DES OCEANE ET EXTINCTION DES BONS D'EMISSIONS ET BSA LIES	21
2.7. ANALYSE DES SITUATIONS DE CONFLIT D'INTERETS.....	22
3. PRESENTATION D'HORIZONTAL SOFTWARE ET DE SON ENVIRONNEMENT	23
3.1. APERÇU DU MARCHÉ.....	23
3.2. LE MARCHÉ DE L'ÉDITION DE LOGICIELS	23
3.3. HISTORIQUE DU GROUPE ET ORIENTATION STRATEGIQUE	27
3.4. REPARTITION DE L'ACTIONNARIAT ACTUEL ET POTENTIEL	28
3.5. ÉVOLUTION DE LA PERFORMANCE	29
3.6. ÉVOLUTION DE LA STRUCTURE DU PATRIMOINE.....	32
3.7. ÉVOLUTION DE LA TRESORERIE	33
3.8. ÉVOLUTION AU COURS DE L'ANNEE 2020	34
3.9. ÉLÉMENTS DE PASSAGE DE LA VALEUR D'ENTREPRISE A LA VALEUR DES CAPITAUX PROPRES	35
3.10. SYNTHÈSE DES FORCES ET FAIBLESSES, RISQUES ET OPPORTUNITÉS.....	36
4. EVALUATION MULTICRITERES DE L'ACTION HORIZONTAL SOFTWARE	37
4.1. METHODES ECARTEES	37
4.1.1. Actif net comptable (ANC).....	37
4.1.2. Actif net réévalué (ANR).....	37
4.1.3. Valeur liquidative	37
4.1.4. Actualisation des dividendes	37
4.1.5. Référence aux objectifs de cours des analystes financiers	38
4.1.6. Référence au prix des opérations et transaction intervenues sur le capital en 2019	38
4.1.7. Transactions comparables.....	38
4.2. METHODES RETENUES.....	39



4.2.1.	<i>Cours de bourse</i>	39
4.2.2.	<i>Actualisation des flux de trésorerie (DCF)</i>	42
4.2.3.	<i>Référence au prix des opérations et transaction intervenues sur le capital en 2020</i>	48
4.2.4.	<i>Méthode des comparables boursiers</i>	48
4.3.	SYNTHESE DES TRAVAUX D’EVALUATION.....	51
6.	ANALYSE DES ELEMENTS D’APPRECIATION DU PRIX D’OFFRE DES ACTIONS PAR LA BANQUE PRESENTATRICE	53
6.1.	CHOIX DES METHODES D’EVALUATION	53
6.2.	REFERENCE AU COURS DE BOURSE	53
6.3.	EXTRAPOLATION DES DONNEES PREVISIONNELLES DES PLANS D’AFFAIRES	53
6.4.	MISE EN ŒUVRE DE L’ACTUALISATION DES FLUX DE TRESORERIE	54
6.5.	MISE EN ŒUVRE DE LA METHODE DES COMPARABLES BOURSIERS	54
6.6.	REFERENCE A LA VALEUR DE TRANSACTION	55
6.7.	SYNTHESE COMPARATIVE DES VALEURS	55
7.	REMARQUES REÇUES D’ACTIONNAIRES	56
8.	CONCLUSION SUR LE CARACTERE EQUITABLE DE L’OFFRE	56
ANNEXE 1.	ABREVIATIONS ET CONVENTIONS DE PRESENTATION	60
ANNEXE 2.	ADDENDUM LETTRE DE MISSION	61
ANNEXE 3.	PROGRAMME DE TRAVAIL	73
ANNEXE 4.	CALENDRIER DE DEROULEMENT DE LA MISSION	74
ANNEXE 5.	DOCUMENTATION UTILISEE	75
ANNEXE 6.	PRESENTATION DES SOCIETES COTEES RETENUES.....	77
ANNEXE 7.	PRESENTATION DES SOCIETES COTEES ECARTEES	79
ANNEXE 8.	PRESENTATION DES TRANSACTIONS DANS LE DOMAINE DES LOGICIELS HCM	82



1. DEROULEMENT DE LA MISSION

1.1 PRESENTATION D'ADVOLIS

Le cabinet ADVOLIS est une structure réglementée de commissariat aux comptes et d'expertise comptable qui intervient depuis sa création en 2004 dans les domaines de l'audit légal, des audits d'acquisition et des missions d'expertise et de conseil portant sur les informations financières. L'équipe dédiée à l'évaluation d'entreprises intervient notamment dans le cadre de :

- Missions contractuelles d'expertise indépendante, d'évaluation d'entreprises et d'arbitrage ;
- Missions légales de commissariat aux apports et à la fusion.

Depuis décembre 2018, Advolis s'est rapproché du cabinet Lyonnais Orfis par la création d'un holding commun, Advolis Orfis, dont le capital est intégralement détenu, directement ou indirectement par ses associés personnes physiques. Le nouvel ensemble regroupe plus de 150 personnes et affiche un chiffre d'affaires de près de 20 m€. Advolis Orfis détient la quasi-totalité du capital d'Advolis.

Advolis dispose d'une expérience reconnue des opérations dites de place qui mettent en jeu des questions liées à l'équité entre actionnaires. Advolis est membre de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI) depuis 2013.

1.2 FONDEMENTS DE LA MISSION D'ADVOLIS

Notre nomination a été effectuée d'une part sur le fondement de l'article 261-1 I. du RG AMF qui prévoit la nomination d'un expert pour attester du caractère équitable d'une offre publique « lorsque l'opération est susceptible de générer des conflits d'intérêts au sein de son conseil d'administration [...] de nature à nuire à l'objectivité de l'avis motivé [...] ou de mettre en cause l'égalité des actionnaires ou des porteurs des instruments financiers qui font l'objet de l'offre ».

Dans les circonstances particulières de l'Offre, les situations de conflit d'intérêts rendant nécessaire le recours à un expert indépendant résultent des faits suivants :

- la Société est déjà contrôlée au sens de l'article L233.3 du Code de commerce, avant le lancement de l'offre, par l'Initiateur (article 261-1 I. al.1° du RG de l'AMF) ;
- les dirigeants de la Société ont conclu un accord avec l'Initiateur de l'Offre susceptible d'affecter leur indépendance (article 261-1 I. al.2° du RG de l'AMF) ;
- il existe plusieurs accords connexes susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix de l'Offre (article 261-1 I. al.4° du RG de l'AMF) ;

Et d'autre part, l'Offre a vocation à être suivie par un retrait obligatoire de la cote des actions de la Société (article 261-1 II. du RG AMF).

1.3 NOMINATION DE L'EXPERT INDEPENDANT

Lors de sa réunion du 29 avril 2020, le Conseil d'administration, à l'unanimité, les administrateurs indépendants étant les seuls administrateurs votant, a nommé le cabinet Advolis en tant qu'expert indépendant sur le fondement des dispositions réglementaires décrites au paragraphe 1.2 ci-dessus, cette nomination n'avait pas été préalablement notifiée à l'AMF. En l'absence de comité ad hoc au sein du Conseil d'administration de HS, tel que prévu à l'article 261-1 III. du RG de l'AMF pour assurer le suivi des travaux de l'expert et préparer un projet d'avis motivé, la Société a soumis à l'AMF une demande de non opposition de la nomination du cabinet Advolis, conformément à l'article 261-1-1 du RG AMF. Le collège de l'AMF réuni le 21 juillet 2020 a fait part de sa non-opposition à la nomination d'Advolis en qualité d'expert indépendant.



Sur cette base, le 23 juillet 2020, le Conseil d'administration de la société, à l'unanimité, les administrateurs indépendants étant les seuls administrateurs votant, a confirmé la nomination d'Advolis en qualité d'expert-indépendant décidée le 29 avril 2020.

1.4 DECLARATION D'INDEPENDANCE

Le cabinet ADVOLIS est indépendant de la Société, de l'Initiateur et de leurs conseils juridiques et financiers (les « Conseils »), ainsi que de l'Etablissement Présentateur désigné dans le cadre de l'Offre.

En effet, Advolis ne se trouve notamment pas dans un des cas de conflit d'intérêts visés à l'article 261-4 du règlement général de l'AM et à l'article 1 de l'Instruction AMF 2006-08. En particulier, Advolis confirme :

- l'absence de tout lien juridique, ou de lien en capital, avec les sociétés concernées par l'offre publique ou l'opération, ou leurs conseils, susceptibles d'affecter notre indépendance ;
- l'absence de toute évaluation de la Société visée par l'offre publique ou qui réalise l'opération au cours des dix-huit mois précédant notre désignation ;
- l'absence de toute mission de conseil de 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 mois précédant la date de notre désignation ;
- l'absence de tout intérêt financier dans la réussite de l'offre, de toute créance ou dette sur l'une des sociétés concernées par l'offre ou toute personne contrôlée par ces sociétés au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce, susceptible d'affecter notre indépendance.

Nous confirmons par ailleurs ne pas être intervenus de manière répétée avec Banque Delubac & Cie, établissement présentateur, et Euroland Corporate, conseil de l'Offre.

1.5 EQUIPE EN CHARGE DE LA MISSION

Hugues de Noray, associé

- Membre de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI)
- Membre de la Société Française des Evalueurs (SFEV)
- Expert-Comptable, Commissaire aux comptes
- IEP Paris
- Membre du Comité Comptable du département EIP (DEIP) de la CNCC et ancien membre de la Commission des Etudes Comptables (2010-2017)

Hugues de Noray a participé à la fondation d'Advolis en 2004. Il intervient régulièrement dans des missions d'évaluation et de commissariat aux apports ou à la fusion, et contribue à différents groupes de travail professionnel. Il a ainsi collaboré à des publications récentes de l'APEI : Les comparables boursiers (2018), le business plan (2017), la pratique de la lettre d'affirmation (2017).

Jérôme Tardy, manager évaluation

- CFA charterholder
- Diplômé de l'EM Lyon - Mastère Ingénierie Financière - et du DSCG
- Membre de la Société Française des Evalueurs (SFEV)

Jérôme Tardy a rejoint Advolis début 2017 après une expérience de près de quatre ans en conseil en fusions et acquisitions. Il est en charge de la réalisation d'une quinzaine de missions d'évaluation par an.

Patrick Iweins, associé d'Advolis, est intervenu au titre de la revue indépendante des travaux d'expertise indépendante présentés dans ce rapport.

- Expert judiciaire près la Cour d'appel de Paris
- Expert-comptable et commissaire aux comptes



- ESCP Europe
- Président de l'Association IMA France
- Vice-Président de la Commission d'Éthique Professionnelle et membre de la Commission des Etudes Juridiques et du Comité Audit du département EIP de la CNCC

Les diligences du réviseur indépendant ont notamment consisté à (i) échanger avec l'associé signataire tout au long de la mission sur des points, notamment techniques et (ii) revoir les documents suivants avant leur finalisation : lettre de mission, programme de travail, lettre d'affirmation et rapport d'expertise indépendante.

Patrick Iweins assure régulièrement la revue indépendante des travaux d'évaluation réalisés par l'équipe Evaluation, en s'appuyant sur son expérience de plus de trente-cinq ans de commissaire aux comptes, de commissaire aux apports et à la fusion et d'expert judiciaire. Dans ce cadre, il a réalisé de nombreux travaux d'évaluation, de revue critique de plans d'affaires et d'appréciation de situations de conflits d'intérêts. Cette expérience a également renforcé sa capacité à analyser l'économie des opérations et les enjeux portés par les parties prenantes.

1.6 HISTORIQUE DES MISSIONS D'EXPERTISE INDEPENDANTE

Au cours des 12 derniers mois, Advolis Orfis est intervenu ou a eu vocation à intervenir sur les opérations de marché suivantes :

Date	Cible	Initiateur	Banque présentatrice	Type d'opération
Septembre 2020	Medicrea	Medtronic	Société Générale	Offre publique d'Achat Simplifiée (OPAS)
Mars 2020	Société Française de casinos	Circus Casino France	Opération annulée	Offre publique d'Achat Simplifiée (OPAS)

1.7 REMUNERATION DE L'EXPERT

Le montant des honoraires perçus par ADVOLIS définis par la lettre de mission initiale s'élève à 45.000 € hors taxes. Le temps nécessaire à la réalisation de nos diligences, soit 200 heures, a été légèrement dépassé.

Conformément à l'article 3-6° de l'Instruction AMF 2006-08 du 28 septembre 2008, modifiée le 10 février 2020, le budget initial était légèrement inférieur à 50 k€ en raison de (i) la taille de la Société dont le chiffre d'affaires consolidé n'a jamais dépassé 6 m€ et (ii) d'une activité unique, centrée sur le développement et la commercialisation d'outils SIRH en France.

Compte tenu de la régularisation des conditions de désignation de l'expert indépendant, le dépôt de l'Offre, initialement prévu en juin 2020 a été reporté à octobre 2020. Un addendum à la lettre de mission initiale a été présenté à la société pour la réalisation de travaux de mise à jour des données et du rapport. Un budget complémentaire de 10.000 € hors taxe a été accepté, représentant environ 45 heures. Ces temps d'intervention complémentaires ont été respectés.

1.8 DILIGENCES REALISEES

Nous avons défini les diligences que nous avons estimées nécessaires, en prenant comme référence les dispositions des articles 262-1 et suivants du règlement général de l'AMF et de son instruction d'application n°2006-08 du 25 juillet 2006, modifié le 10 février 2020, relative à l'expertise indépendante et de la recommandation DOC-2006-15 de l'AMF du 28 septembre 2006, modifiée le 10 février 2020.



Le programme de travail appliqué est détaillé en **annexe 3**. Il a principalement consisté à :

- Prendre connaissance du contexte, des objectifs et du contenu de l’Offre ;
- Examiner les données comptables et financières historiques, et les informations publiques et réglementées de la Société ;
- Analyser l’historique de l’évolution du cours de bourse de l’action sur une période récente et la liquidité du marché de ces titres ;
- Effectuer une revue critique du plan d’affaires 2020-2022 établi par la Société ;
- Mettre en œuvre une valorisation multicritères des actions de la société Horizontal Software ;
- Analyser la portée des accords connexes ;
- Apprécier le prix de l’Offre et celui du retrait obligatoire.

L’expert indépendant ne peut pas être tenu responsable du contenu intégral de la Note d’information dans laquelle est inséré son rapport.

La conclusion exprimée sur l’équité de l’Offre n’a pas valeur de recommandation à la réalisation de l’Offre.

Les travaux se sont déroulés du 30 avril au 11 juin 2020 pour une première phase, puis du 23 juillet au 5 octobre 2020 dans une seconde phase, selon le calendrier présenté en **annexe 4**.

Au cours de cette période, nous avons rencontré ou échangé avec les personnes suivantes :

Administrateur indépendant

- Eric Bohssein, administrateur indépendant

Société :

- Ingrid Eeckhout, directrice générale
- Jean Mounet, président du conseil d’administration
- Jean-Marie Brosse, directeur administratif et comptable
- Didier Marcel, directeur commercial

Initiateur :

- Quentin Jacomet, directeur associé Extens

Avocat-conseil de l’Initiateur :

- Thierry Gontard, Avocat associé du cabinet Simmons & Simmons

Actionnaire historique :

- Bernard-Louis Roques, co-fondateur et directeur général Truffle Capital

Etablissement présentateur et conseil de l’Offre :

- Mickaël Hazout, directeur général de la branche banque d’affaires Banque Delubac & Cie
- Quentin Dumas, analyste Banque Delubac & Cie
- Thomas Hornus, associé Euroland Corporate
- Louis-Marie de Sade, analyste financier Euroland Corporate

1.9 POINTS D’ATTENTION SUR LA DOCUMENTATION DES TRAVAUX

Dans le cadre de cette mission, nous avons utilisé les documents et informations fournis par la Société et ses conseils : ils ont été considérés comme exacts, exhaustifs et transmis de bonne foi, sans vérifications particulières



de la part d'Advolis et sans qu'Advolis puisse encourir une quelconque responsabilité du fait des données, documents et informations communiquées. En particulier, les données prévisionnelles n'ont été ni validées ni auditées : nous avons apprécié leur caractère raisonnable au regard des performances historiques et apprécié leur cohérence d'après les échanges avec le management de la Société et notre analyse des tendances de marché. Advolis ne peut garantir l'exactitude des prévisions, estimations et informations fournies.

Nos travaux et analyses s'appuient par ailleurs sur des paramètres financiers (taux sans risque, prime de risque de marché, cours de bourse, consensus d'analystes, etc.) qui varient dans le temps dans un environnement économique évolutif. Nous attirons votre attention sur le fait que des différences significatives peuvent être constatées entre les prévisions et la réalité du fait d'événements ou de circonstances qui se déroulent différemment de ce qui était anticipé. L'ampleur sans précédent de la crise liée au Covid19 génère des incertitudes importantes sur les prévisions. La Société considère qu'elle n'est touchée qu'au titre de l'exercice 2020. Nous n'avons pas le recul pour apprécier si cette hypothèse est raisonnable sur un horizon moyen terme (risque de pandémie cyclique, impacts directs indirects de la crise sociale attendue sur l'économie, la fiscalité, la finance, etc.).

Par ailleurs, nous avons exploité les informations publiées par la Société ainsi que celles issues des bases de données financières auxquelles Advolis a accès, en particulier pour obtenir les données de marché des sociétés comparables et les informations sur les transactions récentes.

Au terme de ces travaux nous avons obtenu, d'une part, une lettre d'affirmation de la part du Président et de la Directrice générale et, d'autre part, de l'Initiateur confirmant notamment la communication de tous les éléments et informations susceptibles d'avoir un impact sur l'évaluation des actions de la Société.

Nos travaux n'ont constitué, en aucune façon, une mission d'audit ou même de revue limitée telle qu'elle est effectuée par les commissaires aux comptes de la Société ; elle n'a donc pas eu pour objectif de formuler une opinion sur les comptes.

L'**annexe 5** établit la liste des principaux documents et sources d'information utilisées.

2. PRESENTATION DE L'OFFRE

2.1. PRESENTATION DE L'INITIATEUR

HSW Développement (l'Initiateur) est une société par actions simplifiée au capital de 4 110 000 euros dont le siège social est situé 6, villa Ballu, 75009 Paris et dont le numéro unique d'identification est le 883 234 239 RCS Paris, créée le 5 mai 2020 pour la réalisation de l'opération d'investissement d'Extens (cf. infra) dans la Société.

L'Initiateur est une Filiale détenue à 100% par Extens E-Health Fund II S.L.P. (Extens). Ce fonds d'investissement français dédié à la e-santé investit des tickets de 1 à 15 millions d'euros dans des PME réalisant des chiffres d'affaires compris entre 2 et 50 millions d'euros en France et en Europe.

Le fonds concentre sa stratégie d'investissement sur les systèmes d'information hospitaliers (SIH), les solutions logicielles cliniques et médicales, les applications mobiles d'informations des patients et solutions d'accompagnement des soins à domicile, les logiciels dédiés aux laboratoires pharmaceutiques et aux entreprises des sciences de la vie, les logiciels métiers destinés aux professionnels de santé et les solutions de gestion et d'analyse des données de santé.

Extens E-Health Fund II S.L.P. est une société de libre partenariat au capital de 52 021 000 euros, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 841 313 646. Son siège social est situé au 6, villa Ballu, 75009 Paris.



Le gérant-associé commandité de la Société est la société Extens General Partner, société par actions simplifiée au capital de 1.000 euros, dont le siège social est situé 6, villa Ballu, 75009 Paris et dont le numéro unique d'identification est le 840 654 941 RCS Paris.

2.2. PRESENTATION DE LA SOCIETE OBJET DE L'OFFRE

Horizontal Software est une société anonyme, créée le 16 février 2010, et immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Lille Métropole sous le numéro 520 319 245. Son siège social est situé au 2, rue Hegel Zac Euratechnologies - 59160 Lomme.

Horizontal Software développe des solutions logicielles pour la gestion des ressources humaines. Cette offre répond aux principaux enjeux de la gestion du capital humain en dehors de la gestion de la paye. L'offre est décomposée en deux activités

- l'optimisation de la gestion du temps et les activités (suivi des temps, planification, portail collaboratif, gestion des absences, etc.) ;
- l'acquisition et la gestion des talents (logiciel Yootalent, modules Relation RH, Syriél et Formaeva).

Les actions de la Société sont admises aux négociations sur Euronext Growth Paris (Code ISIN FR0013219367).

Les comptes de la Société et du groupe sont établis dans le référentiel français et non en IFRS.

Le Conseil d'administration de la Société est présidé par M. Jean Mounet.

Mme Ingrid Eeckhout est Directrice Générale.

2.3. CONTEXTE DE L'OFFRE

L'Offre s'inscrit dans le contexte général de la recherche par le Conseil d'administration et la direction générale d'un nouvel investisseur visant à rétablir l'équilibre de la situation financière de la Société et accompagner une nouvelle phase de développement de la Société.

La situation financière, caractérisée notamment par des capitaux propres négatifs et un niveau d'endettement significatif, avait conduit la Société à préciser dans l'annexe des comptes de l'exercice clos le 31 décembre 2018, publiée le 14 mai 2019, les conditions de la continuité de son exploitation sur un horizon de 12 mois. Le commissaire aux comptes avait fait part d'une observation sur ce sujet dans ses rapports sur les comptes annuels et consolidés de l'exercice 2018.

Les comptes certifiés de l'exercice 2019, publiés postérieurement à l'annonce de l'opération d'investissement d'Extens, lèvent la remarque sur la continuité d'exploitation sous réserve de la réalisation de ladite opération.

La recherche d'investisseurs a été conduite par le Président du Conseil d'administration à partir de l'été 2019. Un premier investisseur potentiel, envisageant une valorisation de 1 € par action, a rompu les négociations en septembre 2019 au motif de la disproportion entre le niveau de l'endettement et les perspectives du niveau d'activité de la Société. Un deuxième investisseur, proposant un prix inférieur à 1 €, a été écarté le 2 mars 2020 par le Conseil d'administration en raison notamment d'un apport de trésorerie limité à 2,5 millions d'euros et de l'obligation de trouver un co-investisseur susceptible d'apporter un financement complémentaire minimum de 1 million d'euros. Un troisième investisseur, intéressé par un projet industriel, a renoncé à ce projet fin mars 2020 en raison de l'impossibilité de prendre des engagements dans le contexte grandissant de la crise liée à la Covid-19. La proposition d'investissement d'Extens, élaborée à partir de fin février 2020 était ainsi la seule proposition restante à partir d'avril 2020.

Aux termes d'un processus de négociation, incluant une phase de due diligences juridiques, techniques et financières, Extens a conclu, le 24 avril 2020, un Protocole d'investissement (le Protocole) avec Truffle Capital (via les fonds d'investissement présents au capital de la Société et dont il assure la gestion), Holding Incubatrice Série 1 et 2 (HIS1 et HIS2), M. Jean Mounet (le président du conseil d'administration), Mme Ingrid Eeckhout (Directrice Générale de la Société) et en présence de la Société.



Ce Protocole formalise l'ensemble des opérations négociées entre les signataires pour mettre en œuvre une politique commune, atteindre l'objectif partagé d'assainissement de la situation financière de la Société en préalable au retrait de la cote et de l'organisation de la gouvernance future. Il prévoit notamment :

- l'investissement d'Extens, ou de toute filiale qui lui serait substituée (en l'occurrence l'Initiateur), sous la forme d'une souscription en numéraire à hauteur de 4.110 k€, soit 8 220 000 actions nouvelles émises au prix de 0,50 € par action, à une augmentation de capital sous réserve de la réalisation d'une série de conditions suspensives et devant conférer à date le contrôle de la Société avec une détention de 71,19% du capital et des droits de vote.

Le prix de 0,50€ par action a été déterminé après la réalisation de due diligence par Extens, dans le contexte d'une situation financière particulièrement dégradée et de la crise liée à la Covid-19 qui a entraîné une révision à la baisse des prévisions de la Société. Cette transaction conditionne la continuité de l'exploitation de la société comme le mentionne l'annexe des comptes consolidés au 31 décembre 2019 qui ont été publiés le 30 avril 2020.

Cette entrée au capital a été approuvée lors de l'assemblée générale extraordinaire du 2 juin 2020, après la levée des conditions suspensives, et définitivement constatée par la Directrice Générale le 11 juin 2020.

Le montant de l'augmentation de capital fournit à la Société une ressource de trésorerie qui lui permet de faire face à ses engagements financiers, rétablir sa situation financière et donner les moyens de son développement futur.

- une augmentation de capital en numéraire ou par compensation de créance réservée à Monsieur Jean Mounet d'un montant de 140.000 €, soit 280 000 actions nouvelles émises au prix de 0,50 € par action.
- une réduction de capital motivée par les pertes par diminution de la valeur nominale unitaire des actions de la Société passant de 1 € à 0,50 €.
- un abandon de créances de compte courant d'actionnaires, consenti par Truffle Capital, HIS1 et HIS2 d'un montant total de 836 142,18 € et assorti d'une clause de retour à meilleure fortune.
- l'attribution d'actions gratuites postérieurement au retrait de la cote.
- la signature d'un pacte d'associés (le Pacte) concernant l'Initiateur et les autres parties au Protocole (après apports à l'Initiateur des titres de la Société qu'ils détiennent), d'application à partir du retrait de la cote des actions de la Société et de la transformation de la Société en société par actions simplifiée. Les principales dispositions du Pacte portent sur l'affirmation d'objectifs communs à long terme, l'organisation de la gouvernance future, et la définition des règles de cession des titres.
- le projet de mini-pactes (les Mini-Pactes) à conclure par des salariés et des mandataires sociaux de la Société qui ne sont pas partie au Protocole, et reprenant certaines des dispositions du Pacte.
- l'engagement d'apporter à toute filiale qui se substituerait à Extens (en l'occurrence HSW Développement) les actions de la Société que chaque partie au Protocole resterait à détenir dans le mois suivant le retrait de la cote.
- l'engagement des signataires : « Soit à apporter leurs actions à l'Offre Publique d'Achat simplifiée initiée par Extens E-Health Fund II S.L.P., soit alternativement, à apporter leur soutien et à agir de concert (au sens de l'article L. 233-10 du Code de commerce) avec Extens E-Health Fund II S.L.P. »

Le Comité Social et Economique de la société, réuni le 23 avril 2020 a formulé un avis favorable à la réalisation de ce projet d'investissement.

Un communiqué de presse d'Horizontal Software, en date du 24 avril 2020, a rendu publique l'existence de ce Protocole d'investissement ainsi que la probable mise en œuvre d'une offre publique d'achat simplifiée suivie d'un retrait obligatoire qui en découlerait. Ainsi, le 24 avril 2020 constitue la date de référence de première annonce publique de l'opération d'investissement et de la perspective d'une offre de marché.

Le Pacte d'associés a été signé le 8 juin 2020 selon les dispositions prévues par le Protocole d'Investissement. Un avenant a été conclu le 29 septembre 2020 pour apporter des précisions sur les engagements des Dirigeants (cf. infra § 2.6.6).



Le 9 juin 2020, 23 salariés de la Société, titulaires d'actions, d'actions gratuites indisponibles à la date de l'Offre ou de BSPCE ont signé des Mini-Pactes.

Par ailleurs, les deux administrateurs indépendants, Messieurs Eric Bohssein et Patrice Rullier, détenteurs de BSPCE, se sont engagés, dans des actes en date du 29 septembre 2020, à apporter librement les titres, qu'ils auront vocation à détenir par un exercice futur de BSPCE, à HSW Développement postérieurement à la réalisation du retrait de la cote, ainsi qu'à souscrire aux engagements suivants destinés à partager certaines des règles communes de cession de titres : droit de préemption, obligation de sortie forcée, clause de liquidité.

HSW Développement (nouvellement actionnaire de la Société depuis l'assemblée générale du 2 juin 2020), M. Jean Mounet (Président du conseil d'administration), Mme Ingrid Eeckhout (Directrice générale), Truffle Capital, HIS1 et HIS2 et 21 salariés signataires de Mini-Pactes et détenteurs d'actions de la Société, agissent de concert selon les indications données par la Note d'information. L'action de concert a fait l'objet d'une information à l'AMF qui en a fait état dans la déclaration publique en date du 16 juin 2020.

2.4. MOTIVATION DE L'OFFRE

L'augmentation de capital réservée à HSW Développement, réalisée par décisions de la directrice générale le 11 juin 2020, sur délégation de pouvoirs du conseil d'administration du 2 juin 2020, faisant usage des délégations de compétence conférées par l'Assemblée générale du 2 juin 2020, a rendu obligatoire la présentation d'une offre publique d'achat, par application des articles 235-2 et 234-2 du RG de l'AMF. En effet l'Initiateur ne détenait aucune action de la Société préalablement à son entrée au capital et, à cette occasion, a franchi à la hausse le seuil de 50% de détention du capital et des droits de vote. L'avis de franchissement du seuil a été publié le 16 juin 2020.

L'Offre sera suivie d'un retrait obligatoire de la cote dans la mesure où les conditions dudit retrait sont d'ores et déjà réunies à la date de l'Offre, afin de simplifier le fonctionnement opérationnel de la Société en se libérant des contraintes réglementaires et administratives liées à la cotation des actions de la Société.

2.5. PRINCIPAUX TERMES DE L'OFFRE

Termes de l'offre

Conformément aux articles 233-1 2°, 234-2, 235-2 et 237-1 du RG AMF, HSW Développement, en qualité d'Initiateur a l'obligation de proposer aux actionnaires de Horizontal Software d'acquérir leurs actions, étant rappelé que les actionnaires agissant de concert ont indiqué leur intention de ne pas apporter leurs titres à l'Offre.

Le prix de l'Offre est fixé à 1,04 euro par action payable exclusivement en numéraire, dans le cadre d'une offre publique d'achat simplifiée immédiatement suivie d'une procédure de retrait obligatoire, au même prix, dans la mesure où les conditions dudit retrait sont d'ores et déjà réunies.

Le prix de l'Offre, d'abord annoncé à 0,85 € par action, dans un communiqué de la Société du 12 juin 2020 a été rehaussé à 1,04 € par action dans le communiqué du 4 septembre 2020 au terme des travaux préparatoires réalisés par l'Initiateur.

Les conditions de l'Offre font l'objet d'une Note d'information devant être visée par l'AMF.

Dans l'hypothèse où 100% des actions visées par l'Offre seraient apportées à l'Offre (à l'exception des actions auto-détenues), le montant total de la contrepartie en numéraire devant être payée par l'Initiateur aux porteurs d'actions ayant apporté leurs actions à l'Offre (hors commissions et frais annexes) s'élèverait à 708 386,64 euros.



Titres visés par l'offre

L'Offre porte sur la totalité des actions existantes et non détenues directement ou indirectement par les actionnaires regroupés dans l'action de concert, à la date du dépôt de l'Offre, à l'exception (i) des 18 657 actions auto-détenues par la Société, soit un nombre maximum de 681 141 actions représentant 5,90 % du capital et des droits de vote de la Société et (ii) des actions/titres non disponibles que sont les actions gratuites et BSPCE en circulation (cf. paragraphes ci-après).

Actions gratuites en circulation

75 000 actions gratuites émises par la société, définitivement acquises, et toujours en phase de conservation à la date de la Note d'information sont exclues du périmètre de l'Offre.

Un plan d'attribution gratuite d'actions d'Horizontal Software a été voté lors de l'assemblée générale du 27 juin 2017. Le 21 mars 2019, le conseil d'administration a ainsi procédé à la distribution de 75 000 actions gratuites au profit des membres du personnel salarié de la société et de ses mandataires sociaux. La période d'acquisition de ces actions gratuites est de 1 an et a pris fin le 21 mars 2020.

Le 23 mars 2020, le Conseil d'Administration a constaté l'acquisition des 75 000 actions gratuites attribuées le 21 mars 2019. La période de conservation est de 1 an à compter de la date d'acquisition, soit jusqu'au 21 mars 2021. A l'issue de la période de conservation, les actions correspondantes seront disponibles et les mandataires sociaux bénéficiaires devront conserver au moins la moitié de leurs actions attribuées gratuitement au nominatif jusqu'à la fin de leurs fonctions de mandataire social ou de salarié.

Bons de souscription de parts de créateurs d'entreprises (BSPCE) en circulation

Il est précisé que l'Offre ne porte pas sur les 385 500 BSPCE non exercés, en circulation à la date du projet de note d'information et pouvant donner un accès à un nombre maximal de 65 550 actions la Société. Ces BSPCE sont tous hors la monnaie, non cessibles et non cotés. Les plans de BSPCE émis par la Société sont les suivants :

- 371 250 BSPCE 2016 ont été émis le 10 mai 2016 par le président de la Société, alors sous forme de société par actions simplifiée, sur délégation de l'assemblée générale du 29 juin 2015 ; à la date du présent rapport, aucun BSPCE n'a été exercé et 137 500 BSPCE 2016 ont été rendus caducs, soit un solde de 233 750 BSPCE 2016 donnant le droit à 23 375 actions à un prix d'exercice de 9,60 euros par actions, après regroupement. Les BSPCE 2016 sont exerçables jusqu'au 9 mai 2021.
- 228 750 BSPCE 2016-1 ont été émis le 10 octobre 2016 par le Conseil d'administration de la Société sur délégation de l'assemblée générale du 29 juin 2015 ; à la date du présent rapport, aucun BSPCE 2016-1 n'a été exercé et 107 000 BSPCE 2016-1 ont été rendus caducs, soit un solde de 121 750 BSPCE 2016-1 donnant le droit à 12 175 actions à un prix d'exercice de 9,60 euros par actions, après regroupement. Les BSPCE 2016-1 sont exerçables jusqu'au 10 octobre 2021.
- 100 000 BSPCE 2019 ont été émis le 22 juillet 2019 par le Conseil d'administration de la Société sur délégation de l'assemblée générale du 17 juin 2019 ; à la date du présent rapport, aucun BSPCE 2019 n'a été exercé et 70 000 BSPCE 2019 ont été rendus caducs, soit un solde de 10 000 BSPCE 2019 donnant le droit à 10 000 actions à un prix d'exercice de 1,29 euros par actions, après regroupement. Les BSPCE 2019 sont exerçables jusqu'au 22 juillet 2024.

A la date du présent rapport, 385 500 BSPCE, non cessibles, donnant accès à un nombre de 65 550 actions nouvelles sont non exercés et tous hors la monnaie à la fois par rapport aux cours de bourse récents et au prix de l'Offre.

Les bénéficiaires de ces actions gratuites en circulation et indisponibles à la date de l'Offre, et /ou des BSPCE, ont pris des engagements écrits individuels, dans le Pacte (mandataires sociaux), au sein des Mini-Pactes (salariés) ou dans des conventions distinctes (administrateurs indépendants), pour apporter ces titres, ou les titres issus de l'exercice éventuel des instruments financiers, à HSW Développement postérieurement au retrait de la cote selon les modalités prévues dans le Protocole d'investissement décrites infra au § 2.6.4.



Intentions de l'Initiateur au cours des 12 mois à venir

Depuis le 2 juin 2020, trois personnes désignées par l'Initiateur siègent au Conseil d'administration sur un nombre total de sept administrateurs, conformément au protocole.

L'Initiateur a indiqué que l'activité d'Horizontal Software sera poursuivie dans la continuité de la stratégie actuelle avec un focus sur les secteurs de la santé, du médico-social et des collectivités. Le développement de la Société sera concentré sur ces marchés. Aucun impact sur la politique industrielle et commerciale, ainsi que sur l'emploi n'est anticipé.

Aucune fusion et réorganisation juridique ne sont prévues au cours des 12 prochains mois en dehors de la transformation de la Société en société par actions simplifiée.

L'Initiateur précise que la simplification des structures juridiques par l'Initiateur ainsi que la libération des contraintes liés à la cotation des actions permettront des économies pouvant engendrer des bénéfices qui ne sont pas évalués à ce stade.

Aucune distribution des dividendes au cours des 12 mois à venir n'est envisagée.

2.6. ACCORDS CONNEXES ET AUTRES ACCORDS POUVANT AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR LE PRIX D'OFFRE

Le projet de note d'information fait état d'accords connexes susceptibles d'avoir une incidence sur le prix de l'Offre ou son issue. En conséquence, nous avons apprécié si ces accords, ou tout autre accord identifié lors de nos travaux, comportaient des dispositions financières susceptibles de remettre en cause le caractère équitable du prix d'Offre.

2.6.1. AUGMENTATION DE CAPITAL RESERVEE A M. JEAN MOUNET

L'entrée au capital d'Extens a eu notamment pour objectif de fournir à la Société des ressources financières pour faire face à ses engagements. Dans le cadre du Protocole d'investissement, cette augmentation de capital devait être également souscrite par M. Jean Mounet, Président du Conseil d'administration et actionnaire minoritaire, dans la logique d'alignement d'intérêt.

Plus précisément, conformément au Protocole d'investissement, M. Jean Mounet, Président du Conseil d'administration de la Société, qui détenait précédemment, 296 086 titres soit 9,78% du capital, a souscrit le 11 juin 2020 à une augmentation de capital de la Société, en numéraire d'un montant de 140 000 €, soit 280 000 actions nouvelles au prix de 0,50 € par action.

Cette augmentation de capital réservée, avec suppression du droit préférentiel de souscription, a été réalisée par décision de la directrice générale le 11 juin 2020, sur délégation de pouvoirs du conseil d'administration du 2 juin 2020, faisant usage de la délégation de compétence conférée par l'Assemblée générale du 2 juin 2020.

Au terme de cette opération d'investissement, M. Jean Mounet détient 4,99% du capital et des droits de vote de la Société. Le montant de l'augmentation de capital renforce les capitaux propres de la Société.

Il convient de rappeler que M. Jean Mounet, en s'engageant au sein de l'action de concert, n'apportera pas ces actions à l'Offre et ne réalisera donc pas de plus-value à cette occasion. Par ailleurs, la réalisation d'une plus-value ultérieure n'est :

- ni proche parce que M. Jean Mounet s'est engagé à apporter ses actions Horizontal Software (cf. §2.6.4) à HSW Développement en contrepartie de titres de cette holding ;
- ni certaine dès lors qu'elle ne serait extériorisée qu'à l'occasion d'une éventuelle transaction future sur les titres d'HSW Développement dont le prix serait suffisant pour dégager une plus-value. Il convient de préciser que, dans le cadre du Pacte (cf. §2.6.6), M. Jean Mounet bénéficie notamment d'une clause de sortie conjointe mais ne sera pas éligible aux promesses d'achat et de vente d'actions qui sont réservées aux seuls mandataires sociaux et salariés : en effet, M. Jean Mounet n'exercera pas de mandat social et ne sera pas salarié de la Société après sa transformation en société par actions simplifiée.



Ce prix de souscription de 0,50 € par action appelle les remarques suivantes :

- Dès lors que M. Jean Mounet a souscrit à la même augmentation de capital que l'Initiateur, il était normal qu'il souscrive au même prix d'émission de 0,50 €. Nous avons compris que l'Initiateur n'aurait pas souscrit à un prix supérieur, et que la Société n'a pas reçu d'autres propositions de recapitalisation.
- A l'époque de la négociation du Protocole d'investissement, le prix minimum de l'Offre envisagé était proche de 0,50 € par action. Dans cette perspective, le prix de l'augmentation du capital n'aurait fait l'objet d'aucun commentaire de notre part.
- Suite à l'augmentation du prix de l'Offre à 0,85 € puis à 1,04 € par action, le prix de l'augmentation de capital réservée à M. Jean Mounet apparaît de facto comme un avantage alors que la situation de tout actionnaire minoritaire n'a pas été pénalisée par cette opération (renforcement des capitaux propres) et qu'elle est même meilleure (rehaussement du prix de l'Offre).

Par ailleurs, Le Pacte d'associés, signé le 8 juin 2020, stipule que M. Jean Mounet pourra bénéficier, directement ou indirectement, d'une augmentation de capital, sans précision de date, à un montant maximum de 100.000 €, au prix de 0,50 € par actions, référence de prix qui s'imposait en cohérence des opérations envisagées dans le Protocole d'investissement. Nous comprenons que cet engagement ne sera pas réalisé par la Société mais par l'Initiateur, HSW Développement, en lieu et place de Horizontal Software et dans des conditions équivalentes à celles initialement prévues. Cet avantage, qui apparaît de facto suite au rehaussement du prix de l'Offre, est comparable à celui décrit aux paragraphes précédents et appelle les mêmes remarques.

En conclusion, et pour les raisons évoquées ci-dessus, nous considérons que le rehaussement du prix de l'offre à 1,04 € est d'abord favorable aux minoritaires dans le cadre de la présente offre, et génère de manière incidente un avantage pour M. Jean Mounet. Il n'y aurait en effet pas eu d'avantage si le prix de l'offre avait été retenu pour 0,50€. C'est pourquoi nous considérons que ces accords connexes ne remettent pas en cause ni l'équité du prix de l'Offre, ni les conditions de l'Offre.

2.6.2. ABANDONS DE CREANCES PRECEDANT L'OFFRE

Dans le cadre de la négociation préalable à la conclusion du Protocole d'investissement, Extens et les actionnaires de référence historiques, les Fonds Truffle Capital, HIS1 et HIS2, ont négocié les possibilités de réduire les engagements financiers de la Société, y compris les comptes courants d'actionnaires dans l'objectif partagé d'assurer la continuité de l'exploitation de la société.

Les Fonds Truffle Capital, HIS1 et HIS2, conformément au Protocole et sous condition suspensive de l'entrée au capital d'Extens, ont ainsi abandonné leurs créances inscrites en compte courant d'associés pour un montant en principal, intérêts et accessoires de 836.142,18 €, le 8 juin 2020. Des clauses de retour à meilleure fortune prévoient un remboursement dès lors que l'EBIT cumulé des exercices 2022 et 2023 dépasserait 750.000 €. Ce mécanisme n'est ni inhabituel ni défavorable à la Société. Sur la base du plan d'affaires de référence, un remboursement partiel pourrait intervenir par application de la formule prévue.

Ces abandons renforcent les capitaux propres de la société et contribuent à rétablir sa situation financière dégradée notamment par l'accumulation des pertes passées.

Nous considérons que l'assainissement de la situation financière de la Société qui résulte de ces abandons de créance augmente la valeur de la société pour l'ensemble des actionnaires dès lors que les clauses de retour à meilleure fortune n'ont pas été intégrées pour la détermination du prix de l'offre. En conséquence, nous n'avons pas pris en compte les créances abandonnées dans le montant de l'endettement net de référence pour le calcul de la valeur des actions de la Société.

Sur cette base, nous concluons que les abandons de créance préalables à l'Offre ne sont pas de nature à remettre en cause l'équité du prix de l'Offre ou les conditions de l'Offre.



2.6.3. EMISSION D' ACTIONS GRATUITES

Les parties au Protocole d'investissement se sont engagées à voter à l'assemblée générale, dans un délai de trois mois à compter du retrait de la cote, l'émission et l'attribution d'actions gratuites de la Société assorties d'une période d'acquisition d'un an et d'une période de conservation d'un an, sans condition de présence ou de performance.

Les actions gratuites seraient à attribuer à/aux :

- Mme Ingrid Eeckhout, à hauteur de 334 000 actions gratuites, soit potentiellement 2,70% du capital non dilué, étant rappelé que Madame Ingrid Eeckhout détient par ailleurs à la date de l'Offre 0,55% du capital de la Société ;
- M. Jean Mounet, à hauteur de 427 000 actions gratuites, soit potentiellement 3,46% du capital non dilué, étant rappelé que Monsieur Jean Mounet détient par ailleurs à la date de l'Offre 4,99% du capital de la Société ;
- Autres salariés, qui seront désignés par les dirigeants avec Extens ou de toute filiale qui lui serait substituée (en l'occurrence l'Initiateur), à hauteur de 44 500 actions gratuites. Compte-tenu de la taille de la société et de son actionariat salarié, les salariés bénéficiaires seront, pour la plupart, des salariés-actionnaires de la Société à la date de l'Offre.

Nous comprenons que cet engagement ne sera pas réalisé par la Société mais par l'Initiateur, HSW Développement, en lieu et place de Horizontal Software et dans des conditions équivalentes à celles initialement prévues.

L'attribution d'actions gratuites a, de façon habituelle, des objectifs de fidélisation, de motivation et d'alignement entre des dirigeants et avec les intérêts de tous les actionnaires. Les porteurs de ces actions gratuites pourront appliquer les conditions de sortie prévues par le Pacte d'associés (Mme Ingrid Eeckhout) ou par les Mini-Pactes (Salariés). M. Jean Mounet ne dispose pas d'un dispositif de sortie particulier.

Parmi les futurs bénéficiaires des attributions d'actions gratuites figurent des mandataires sociaux (M. Jean Mounet, président actuel du conseil d'administration et Mme Ingrid Eeckhout, directrice générale actuelle et future présidente de la société après sa transformation à venir en société par action simplifiée), qui en qualité de signataires du Protocole d'investissement, se trouvent en situation de conflit d'intérêt.

Nous observons que le principe d'attribution d'actions gratuites, ainsi que le pourcentage du capital ainsi attribué ne sont pas inhabituels, en particulier au regard de la pratique d'Extens dans les participations placées sous sa gestion. De même, les durées de la période d'acquisition et de conservation sont celles appliquées par la Société lors des précédentes attributions d'actions gratuites.

- Les attributions futures prévues pour les salariés ne sont pas nominatives à la date du dépôt de l'Offre, et, de fait, concerneront des personnes qui ne se trouvent pas en situation de conflit d'intérêts dans le conseil d'administration dans lequel ils ne siègent pas. En conséquence, ces attributions ne sont pas de nature à modifier les conditions de l'Offre.
- En ce qui concerne la situation de Mme Ingrid Eeckhout, il convient de rappeler que la Pacte d'associés impose, à partir de la date du retrait de la cote, à la fois (i) une inaccessibilité de ses titres pendant une période de 5 ans (étant rappelé que les actions gratuites ne seraient pas disponibles, à l'intérieur de ce délai pendant les périodes d'un an d'acquisition et de conservation), (ii) une clause de non-concurrence d'une durée de 24 mois, rémunérée à hauteur de 50% de sa rémunération brute annuelle, et (iii) une clause d'exclusivité, (iv) étant rappelé que les conditions de liquidité particulières dont elle bénéficie dans ce Pacte visent d'abord à fidéliser sa présence (cf. § 2.6.6). En conséquence, nous considérons que l'attribution des actions gratuites s'inscrit dans une perspective de motivation à long terme et ne constitue pas un avantage consenti dans le cadre de l'Offre et ne modifie pas les conditions de l'Offre.
- De même, aux termes de l'avenant n°1 au Pacte signé le 29 septembre 2020, M. Jean Mounet s'est engagé à la fois sur l'inaccessibilité de la totalité des titres de la Société qu'il détient pendant une période de 5 ans, et sur une clause de non-concurrence d'une durée de 24 mois, non rémunérée (car



n'étant pas salarié de la Société). Ces engagements illustrent des objectifs de motivation à long terme. Dès lors, l'attribution d'actions gratuites ne constitue pas un avantage consenti dans le cadre de l'Offre et ne modifie pas les conditions de l'Offre.

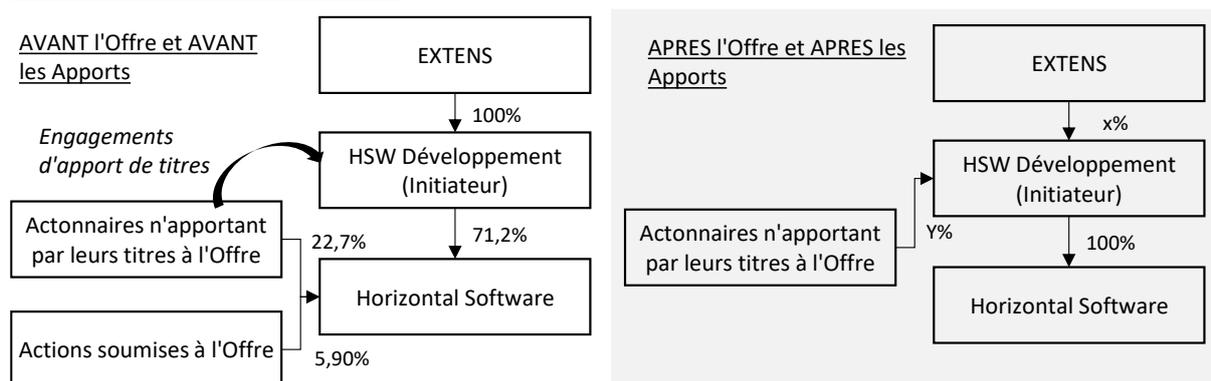
2.6.4. ENGAGEMENTS D'APPORT DES TITRES DE LA SOCIETE APRES LE RETRAIT DE LA COTE

M. Jean Mounet et Mme Ingrid Eeckhout, Truffle Capital et les sociétés HIS1 et HIS2, se sont engagés, dans le Protocole d'investissement, à apporter à toute filiale qui se substituerait à Extens (en l'occurrence HSW Développement) leurs actions de la Société dans le mois suivant le retrait de la cote et les actions issues des titres donnant un accès différé au capital de la société (BSPCE) en cas d'exercice de tels instruments, au prix de 0,50 € par action. Ce prix fait référence à la valeur de transaction retenue pour l'entrée de l'Initiateur au capital de la Société. De même, les deux administrateurs indépendants de la Société ont pris des engagements identiques pour les BSPCE dont ils sont titulaires.

Pour mémoire, les 23 salariés signataires des Mini-Pactes d'associés, ont souscrit des engagements identiques mais sans se trouver en situation de conflit d'intérêts dans le Conseil d'administration dans lequel ils ne siègent pas à la date de l'Offre.

Ces opérations d'apport auront pour but, après le retrait de la cote, de regrouper l'ensemble des actions et actions issues de titres donnant accès au capital de la Société dans la holding HSW Développement (L'Initiateur). Le schéma suivant illustre les engagements pour les seules actions de la Société.

Engagements d'apports des actions



Au terme de ces opérations, le capital de la Société sera détenu à 100% par l'Initiateur dont le capital sera alors réparti entre Extens et les actionnaires n'ayant pas apporté leurs actions à l'Offre.

Chaque apport sera rémunéré exclusivement par des actions HSW Développement étant précisé que la parité sera déterminée sur une base commune de valorisation de la Société. En conséquence, l'égalité de traitement entre actionnaires sera respectée de sorte que ces apports ne constituent pas des avantages au bénéfice d'une catégorie particulière d'actionnaires.

Ces engagements convenus entre les parties, préalablement à l'Offre, ont été pris sans lien avec le prix de l'Offre, sur le fondement de la valeur de l'action retenue lors de la transaction d'investissement de l'Initiateur, soit 0,50 € par action. Ces engagements s'appuient sur une référence de valeur qui est prise en compte dans nos approches d'évaluation (§ 4.2.3) et ne constituent pas, par ailleurs, des avantages pour leurs signataires.



2.6.5. PROMESSE D'ACHAT PAR EXTENS (OU AFFILIE) DE 55.000 ACTIONS DETENUES PAR TRUFFLE CAPITAL, HIS1 ET HIS2, APRES LE RETRAIT DE LA COTE

Dans le cadre du Pacte d'associés signé le 8 juin 2020, Extens (ou toute affiliée qu'elle se substituerait) a consenti à Truffle Capital, HIS1 et HIS2, une promesse d'achat portant sur 55.000 actions de la Société et exerçable pendant une période d'un mois à compter du retrait de la cote. Cette transaction, qui porte sur 0,48% du capital et des droits de vote de la Société, sera réalisée au prix de 1,04 € par action. Cette référence de prix correspond au prix de l'Offre.

Cette promesse permettra à Truffle, HIS1 et HIS2 d'obtenir une contrepartie en numéraire, à hauteur d'un montant global de 57.200 € pour une fraction limitée des actions qu'ils détiennent sur la Société (soit 55.000 actions sur un total de 1.231.003 actions détenues par ces fonds).

La promesse répond à la nécessité réglementaire d'assurer la liquidité de certains véhicules d'investissements gérés par Truffle Capital, HIS1 et HIS2, et qui arrivent en fin de vie. En effet, ces fonds qui se sont engagés au titre de l'action de concert à ne pas apporter d'actions à l'Offre, ne peuvent pas trouver de liquidité dans le cadre de l'Offre. Le prix convenu apparaît de facto ni favorable ni défavorable à Truffle Capital, HIS1 et HIS2.

Sur cette base, nous concluons que le projet de cession d'une fraction limitée des actions détenues par Truffle Capital, HIS1 et HIS2, au prix de l'Offre, postérieurement au retrait de la cote, ne constitue pas un avantage et n'a pas impacté les conditions de l'Offre.

2.6.6. PACTE D'ASSOCIES

Le Protocole d'investissement prévoit les principes d'un Pacte d'associés entre Extens ou une filiale qui lui serait substituée (en l'occurrence HSW Développement) et les autres signataires du Protocole d'investissement, dont l'entrée en vigueur interviendra après la réalisation de l'Offre et le retrait de la cote, ainsi que la transformation de la Société en société par action simplifiée. Le Pacte, signé le 8 juin 2020, pour une durée de 10 ans, et complété par un avenant signé le 29 septembre 2020, contiennent des dispositions qu'il est possible de regrouper selon deux thématiques, en dehors de l'organisation future de la gouvernance la Société qui sera sous contrôle d'Extens : la définition des règles communes de cessions des titres, et la fidélisation et la motivation des dirigeants.

Définition des règles communes de cessions des titres

Les transferts des titres ne sont réputés libres qu'en cas de transfert (i) par Extens ou les Fonds Truffle Capital à un affilié ou à un fonds de position secondaire, (ii) par les dirigeants à leurs holdings patrimoniales, (iii) par Extens à une entité dont il détient le contrôle ou à M. Jean Mounet et par un promettant aux bénéficiaires (en application de la promesse de vente en cas de sortie forcée ou des promesses d'achat/vente en cas de départ ou de la promesse d'achat de 55.000 actions de Truffle Capital par Extens dans les délais d'un mois qui suivent le retrait de la cote). Toute autre opération de transfert de titres répond aux conditions prévues dans les clauses usuelles suivantes, sans lien avec les conditions de l'Offre :

- droit de préemption : en cas de projet de transfert de titres, le cédant concède à chacun des autres actionnaires de contrôle, hors salariés, un droit prioritaire d'acquisition des titres cédés. Nonobstant ce droit, les fonds Truffle Capital bénéficient d'un droit de préemption spécifique en cas de transfert libre réalisé par Extens (droit au maintien de sa participation : en cas d'émission de titres, les parties bénéficient d'une possibilité de maintien de leurs participations à hauteur du pourcentage de capital détenu avant l'émission de titres) ;
- clause de liquidité : les parties se sont engagées à se rapprocher et étudier des solutions permettant la liquidité des titres à compter de juin 2024 ;
- droit de sortie conjointe totale : en cas de projet de transfert par l'une des parties, chaque partie peut décider de céder la totalité de ses titres ;
- obligation de sortie forcée : lorsqu'un ou plusieurs tiers effectuent une offre sur l'intégralité du capital et qu'un ou plusieurs actionnaires représentant au moins 70% du capital acceptent l'offre, chaque autre partie est tenue de céder ses titres à l'offre ;



- clause anti-dilution : engagement reçu de chacune des parties de se voir offrir la possibilité de maintenir son niveau de participation dans la Société à l'occasion d'opérations futures sur le capital.

Ainsi, il résulte de ce Pacte que l'horizon de sortie de sortie n'intervient pas avant 2024. Les conditions de réalisation, et en particulier de prix, ne sont pas précisées : elles dépendront de transactions futures incertaines dans leur principe, leur montant et leur date de réalisation.

Fidélisation et motivation des dirigeants

Le Pacte et son avenant prévoient des dispositions particulières applicables aux dirigeants, M. Jean Mounet et Mme Ingrid Eeckhout, dans un double objectif de fidélisation et de motivation.

- Organisation de la gouvernance : Mme Ingrid Eeckhout, actuelle Directrice Générale de la Société, a vocation à prendre la responsabilité de la Présidence de la Société, lorsqu'elle sera transformée en société par actions simplifiée et sera Directrice Générale de l'Initiateur tant que M. Jean Mounet restera Président de l'Initiateur (étant précisé qu'à l'issue des fonctions de ce dernier, Mme Ingrid Eeckhout prendra les fonctions de Présidente de l'Initiateur). M. Jean Mounet, actuel Président du Conseil d'administration de la Société, prendra la responsabilité de la présidence du Comité de surveillance de l'Initiateur en parallèle de son mandat de Président de l'Initiateur ;
- Inaccessibilité pendant 5 ans des titres détenus par les dirigeants ;
- clause de non-concurrence pendant une période de 24 mois suivant un départ (rémunérée à hauteur de 50% de la rémunération brute annuelle de Mme Ingrid Eeckhout, et non rémunérée en ce qui concerne M. Jean Mounet car celui-ci n'est pas salarié de la Société), assortie d'une obligation de non-sollicitation du personnel et des clients ;
- clause d'exclusivité, applicable dans le cadre du contrat de travail de Mme Ingrid Eeckhout ;
- Enfin, il n'existe aucune disposition modifiant les niveaux de rémunération des dirigeants, ni aucune indemnité de rupture, ni indemnité exceptionnelle liée au succès de l'Offre.

En cas de départ de Mme Ingrid Eeckhout, des promesses croisées d'achat et de vente ont été prévues entre d'une part Extens et les autres actionnaires de contrôle (hors salariés) et d'autre part Mme Ingrid Eeckhout. Les prix d'exercice des promesses varient selon les situations de départ.

- Dans le cas de départ « Good Leaver » (décès, invalidité, incapacité ou encore révocation, licenciement ou non-renouvellement des fonctions pour toute cause autre qu'une faute lourde ou grave), le prix d'exercice retenu est le montant le plus élevé entre le prix de 0,50 € par action et une valeur de marché calculée à partir d'un multiple d'Ebitda.
D'une part le prix plancher de 0,50 € apparaît inférieur au prix de l'Offre et, d'autre part la valeur maximum est déterminée par une formule dont les paramètres ne sont pas incohérents par rapport à ceux observés sur le marché. Nous analysons cette formule de prix comme la contrepartie de la fidélité attendue, et dans certaines circonstances dans lesquelles Mme Ingrid Eeckhout n'en tirera pas profit à titre personnel. Le niveau de valorisation futur, cohérent avec des pratiques de marché, ne peut pas s'analyser comme un avantage consenti dans le cadre de l'Offre. A cet égard, il convient de préciser que l'application de cette formule à la date de l'Offre extériorise une valeur largement inférieure au prix de l'Offre.
- Dans le cas de départ « Bad Leaver », (révocation, licenciement, non-renouvellement des fonctions pour faute lourde ou grave), le prix d'exercice correspond au prix de 0,50 € auquel une décote de -30 % est appliquée, soit 0,35 € par action. Le prix de 0,35€ par action apparaît significativement inférieur au prix de l'Offre et ne constitue pas un avantage consenti dans le cadre de l'Offre.
- Dans le cas de départ « Medium Leaver » (autres causes de départs que « Good » et « Bad Leaver »), le prix d'exercice est égal au prix de souscription de 0,5 € par action, qui est inférieur au prix de l'offre et ne constitue pas un avantage consenti dans le cadre de l'Offre.

En synthèse, les dispositions du Pacte, qui s'inscrivent dans une perspective à long terme, d'une part ne mettent pas en évidence de traitement particulier sans contrepartie, et d'autre part limitent significativement la liquidité de titres de Mme Ingrid Eeckhout et de M. Jean Mounet. Elles ne constituent pas des avantages dans le cadre de l'Offre et ne sont pas de nature à modifier les conditions de l'Offre.



2.6.7. MINI-PACTES D'ASSOCIES

Le Protocole d'investissement envisage la signature de Mini-Pactes d'associés entre l'Initiateur et des salariés porteurs de valeurs mobilières émises par la Société qui ne sont pas parties au Protocole. En particulier les Mini-Pactes concernent les porteurs de BSPCE et d'actions gratuites non visées par l'Offre, en dehors de ceux détenus par le Président et la Directrice Générale de la Société.

Les Mini-Pactes, signés le 9 juin 2020, comportent des clauses comparables à celles du Pacte d'Associés en ce qui concerne la plupart des règles communes de cession de titres (cf. § 2.6.6) : droit de préemption, droit de sortie conjointe totale, obligation de sortie forcée, clause de liquidité. Les Mini-Pactes ne prévoient pas de clause anti-dilution.

Les signataires bénéficient en outre de promesses croisées d'achat et de vente de leurs actions selon des dispositions comparables à celles prévues pour Mme Ingrid Eeckhout (cf. § 2.6.6) à la seule différence qu'aucune situation de « Medium leaver » n'est envisagée. Notre appréciation de ces conditions est identique.

Les Mini-Pactes comportent par ailleurs des clauses de non-concurrence, de non-sollicitation et d'exclusivité, ainsi qu'une interdiction de nantissement des titres détenus par les salariés.

Enfin, les Mini-Pactes comportent un engagement d'apport des titres détenus par les salariés à HSW Développement (cf. § 2.6.4).

Ces engagements sont souscrits par des salariés qui ne se trouvent pas en situation de conflit d'intérêts dans le Conseil d'administration dans lequel ils ne siègent pas à la date de l'Offre. Les conditions de ces Mini-Pactes et en particulier les promesses croisées d'achat et de vente, ne leur confèrent pas d'avantages. Enfin, les salariés des Mini-Pactes qui font partie de l'action de concert, n'apporteront pas leurs titres à l'Offre. De fait, ces engagements ne mettent pas en évidence d'avantages consentis dans le cadre de l'Offre et ne remettent pas en cause l'équité du prix de l'Offre.

2.6.8. ENGAGEMENT DES ADMINISTRATEURS INDEPENDANTS

Les deux administrateurs indépendants, soit Messieurs Eric Bohssein et Patrice Rullier, se sont engagés, le 29 septembre 2020, à partager certaines des règles communes de cession de titres (cf. § 2.6.6) : droit de préemption, obligation de sortie forcée, clause de liquidité.

Ils se sont également engagés à apporter à HSW Développement les actions issues de l'exercice des BSPCE de la Société en cas d'exercice de ces derniers postérieurement au retrait de la cote selon les termes décrits au § 2.6.4. et qui ne constituent pas des avantages pour leurs bénéficiaires.

Ces engagements ont principalement vocation à pouvoir réorganiser l'actionnariat postérieurement au retrait de la cote et à assurer à terme l'absence de blocage d'une transaction portant sur 100% du capital de la Société.

Dans ces conditions, ces engagements ne constituent pas des avantages dans le cadre de l'Offre et ne sont pas de nature à modifier les conditions de l'Offre.

2.6.9. REMBOURSEMENT DES OCEANE ET EXTINCTION DES BONS D'EMISSIONS ET BSA LIES

En 2018, Horizontal Software, qui souhaitait améliorer sa structure financière, a conclu un accord de financement avec European High Growth Opportunities (EHGO), fonds de titrisation membre du groupe Alpha Blue Ocean (ABO). La Société s'est engagée à émettre au profit d'EHGO 200 OCEANE, d'un montant nominal de 10 k€ chacune, assorties de BSA et de 200 bons d'émissions.

Les parties ont signé le 28 avril 2020 un accord transactionnel au terme duquel la société s'est engagée à rembourser la valeur nominale du solde de l'emprunt obligataire, soit 870 k€, sans la prime de non-conversion



initialement prévue au contrat. A noter que cet accord prévoit également la cession en vue de leur annulation des 110 bons d'émissions et des 101 784 BSA non exercés pour un montant global de 2 €. Cet accord a été homologué par un jugement du Tribunal de commerce de Lille Métropole le 7 juillet 2020.

La conclusion de l'accord a été rendue possible par l'entrée d'Extens au capital de la Société sans laquelle la Société n'aurait pas disposé des ressources de trésorerie nécessaires pour faire face à cet engagement, exigé par EHGO depuis décembre 2019.

Cet accord transactionnel est globalement positif pour la Société dès lors que (i) la trésorerie apportée par Extens pour mettre fin aux engagements à l'égard d'EHGO permet de diminuer un endettement financier conséquent, (ii) le remboursement des OCEANE et le rachat en vue de leur annulation des BSA et bons d'émissions permettent de limiter la dilution potentielle des actions de la Société et (iii) l'incertitude est levée sur l'issue du contentieux portant sur le contrat d'OCEANE et des instruments financiers liés.

Cet accord est intervenu dans le cadre des actions engagées pour renforcer la structure financière de la Société, indépendamment des conditions de l'Offre.

Son impact sur la valeur de l'action de la Société est indissociable de l'entrée au capital d'Extens, via HSW Développement. Ainsi, toute chose égale par ailleurs, nous constatons que le remboursement de la dette n'a pas d'effet favorable sur la valeur par action parce qu'il est moins élevé que l'effet de la dilution qui résulte de l'augmentation de capital constatée le 11 juin 2020 portant sur plus de 72% du capital à un prix de 0,50 € par action, significativement plus bas que le prix de l'Offre.

Dans notre méthodologie d'appréciation du prix de l'Offre, nous avons privilégié la situation la plus favorable pour les actionnaires minoritaires, à savoir une valorisation à la date du 30 avril 2020 (y compris la dette Océane mais sans prime de non-conversion et avant les effets de dilution de l'entrée au capital d'Extens). Par ailleurs, nous n'avons pas pris en compte, à cette date, la dilution des BSA et bons d'émission devant être annulés dans le prolongement de l'accord.

En conséquence, nous n'avons pas identifié dans cet accord d'éléments de nature à remettre en cause l'équité de l'Offre.

2.7. ANALYSE DES SITUATIONS DE CONFLIT D'INTERETS

Situation de l'Initiateur

Représenté au sein du conseil d'administration depuis le 2 juin 2020, l'Initiateur est à l'initiative du Protocole d'investissement du 24 avril 2020 et de l'organisation de l'action de concert des actionnaires qui prévoient en particulier de ne pas apporter les actions à l'Offre. L'Initiateur, qui a par ailleurs défini le prix de l'Offre, est en situation de conflit d'intérêts.

Situation des Dirigeants actionnaires

M. Jean Mounet, Président du Conseil d'administration et Ingrid Eeckhout, directrice générale, sont signataires du Protocole d'investissement, impliqués dans plusieurs accords connexes et parties de l'action de concert au terme de laquelle ils se sont engagés à ne pas apporter leurs actions à l'Offre.

En conséquence, ils se trouvent en situation de conflit d'intérêts.

Situation de l'ancien actionnaire de référence

Truffle Capital, n'ayant pas pour objectif de sortir du capital de la Société, a accepté à la fois la dilution résultant du prix de 0,50 € par action lors de la prise de contrôle d'Extens et des abandons de créances d'un montant total de 836 142,18 €, pour assurer la pérennité de la Société et pouvoir faire partie du Protocole d'investissement et de l'action de concert au terme de laquelle il n'apportera pas ses actions à l'Offre.



Truffle Capital, à travers les fonds d'investissement dont il a la gestion, est administrateur de la Société depuis le 22 septembre 2016, et se trouve dès lors en situation de conflit d'intérêts. Lors de la transformation de la société en société par actions simplifiée, Truffle Capital bénéficiera d'un poste de censeur au sein de la future gouvernance.

Situation des administrateurs indépendants

Messieurs Eric Bohssein et Patrice Rullier, administrateurs indépendants du Conseil d'administration conservent une situation exempte de conflit d'intérêts. Ils sont titulaires de 0,1% du capital et de BSPCE donnant accès à 0,2% supplémentaire du capital. Ils ne sont pas signataires du Protocole d'investissement ou d'aucun accord organisant l'évolution de la gouvernance de la société ou son actionnariat, à l'exclusion de leurs seuls engagements portant sur les actions issues de l'exercice des BSPCE en cas d'exercice de ces derniers visant d'une part de réorganiser l'actionnariat postérieurement au retrait de la cote et à assurer à terme l'absence de blocage d'une transaction portant sur 100% du capital de la Société. Pour mémoire, les BSPCE sont en dehors du périmètre de l'Offre et l'analyse des engagements évoqués ci-dessus n'a pas mis en évidence d'avantages pour leurs signataires.

Ils seront les seuls administrateurs au sein du Conseil d'administration à voter le lancement de l'Offre.

Situation des 21 Salariés agissant de concert

21 salariés de la Société se sont engagés le 9 juin 2020 à agir de concert avec les signataires du Protocole d'investissement et font partie, à ce titre, des Actionnaires de contrôle. Leur engagement résulte de leur signature des Mini-Pactes qui leur ouvrent la possibilité, en renonçant à une liquidité immédiate de l'Offre, de bénéficier de la liquidité offerte par les promesses d'achat et de vente d'actions prévues dans ces Mini-Pactes. Non présents au conseil d'administration, ces salariés ne sont pas en position de s'exprimer sur l'Offre.

3. PRESENTATION D'HORIZONTAL SOFTWARE ET DE SON ENVIRONNEMENT

3.1. APERÇU DU MARCHÉ

Le Groupe Horizontal Software a développé depuis sa création en 2010 une offre logicielle de gestion des ressources humaines optimisée en mode SaaS. L'adaptation de son offre aux usages du marché a conduit le groupe à des évolutions régulières de son périmètre. Le groupe a, d'une part, mis en place des projets innovants (projets PAJERO et TIMCO) ayant pour objectif le développement d'une plateforme logicielle horizontale SaaS et Cloud pour la gestion de problèmes de grande taille et l'amélioration des performances de résolution de problèmes complexes. D'une autre part, le groupe a procédé à 4 acquisitions : une solution d'e-recrutement en mode SaaS avec LPDR pour 0,5 m€ en 2014, une expertise dans la modélisation de règles métiers et une entrée sur le marché de la santé avec Equitime pour 2,8m€ en 2013, une solution SaaS de gestion des talents avec Tehms pour 1,1m€ en 2014 et une solution de mesure de la performance des formations avec Formaeva en 2017 pour 1,6m€.

Au cours de cette période, le groupe a été actif sur la totalité du marché RH à l'exception de la paie. Son offre adresse 3 segments : l'acquisition et la gestion des talents, la gestion des temps et activités et la formation.

3.2. LE MARCHÉ DE L'ÉDITION DE LOGICIELS

Présentation

L'édition de logiciels est un des trois segments de la filière informatique composée :

- Des services : prestation de conseil, d'intégration de systèmes, services de développement ;
- Des logiciels destinés aux professionnels et aux particuliers ;
- Du matériel : ordinateurs, tablettes, serveurs, smartphone, etc.



Les éditeurs commercialisent (i) des logiciels systèmes d'exploitation et des logiciels réseaux (gestion des processeurs, de la mémoire, de la sécurité du réseau, etc.), (ii) des logiciels applicatifs (programmes informatiques effectuant des traitements sur ordinateurs), (iii) des progiciels (gestion de tâches spécifique pour les entreprises et les administrations).

L'activité des éditeurs s'effectue selon trois modes principaux :

- La vente de licences (32%² du chiffre d'affaires réalisé par les éditeurs français en 2016) qui autorise l'utilisateur à installer le logiciel sur sa ou ses machine(s) sans cession des droits d'auteur ;
- La vente de solutions Saas (Software as a Service), où l'accès au logiciel installé sur un serveur distant est facturé à l'entreprise, généralement par abonnement (32% du chiffre d'affaires³) ;
- Les prestations annexes (36% du chiffre d'affaires³) : maintenance, intégration, formation, personnalisation, etc.

L'offre des éditeurs logiciels s'adresse à trois clientèles cibles : les entreprises, les administrations et les ménages. 80%³ du chiffre d'affaires de l'édition logicielle proviennent des entreprises pour les logiciels de gestion, la bureautique, la gestion de sites, de la clientèle, etc.

Le cloud computing (informatique dans les nuages) a révolutionné le marché de l'édition de logiciels et transformé le modèle économique.

La révolution du cloud computing

Le cloud computing est un concept d'organisation informatique qui place Internet au centre de l'activité des entreprises. Il permet d'utiliser des ressources matérielles distantes (serveurs, ordinateurs, etc.) pour créer des services accessibles en ligne.

Le cloud computing a modifié le modèle économique des éditeurs :

- Le mode de rémunération est modifié : il est récurrent par abonnements contrairement au logiciel traditionnel dont le revenu est tiré de la vente. Ce modèle oblige à une redistribution des revenus entre les différents intervenants que sont l'hébergeur de la solution, l'éditeur ou le réseau de distribution ;
- L'offre de vente des logiciels en mode Saas est modifiée : la mise à jour des logiciels est automatique via Internet, ce qui modifie les contrats concernant les mises à jour et la maintenance ;
- Le recours aux distributeurs est limité.

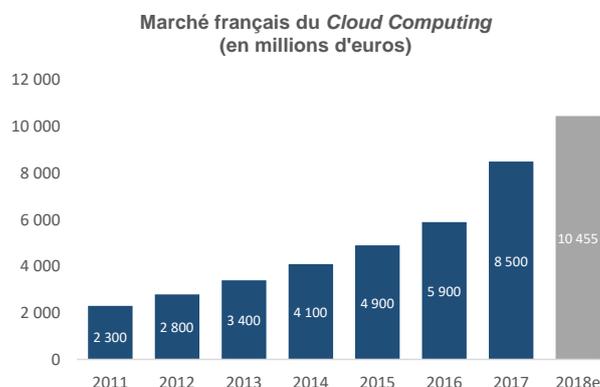
Le cloud computing permet un recours au mode Saas plus important : en 2018, la part des ventes de logiciels en mode Saas réalisée par les leaders du marché de l'édition dépasse 50%³ contre 36% en 2016.

¹ L'édition de logiciels, Xerfi, 2019



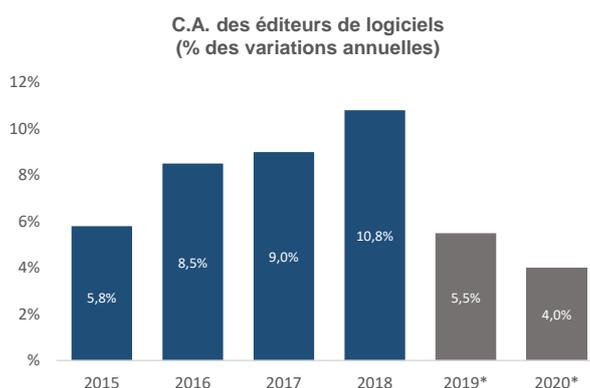
Le marché du cloud computing a été multiplié par 6 entre 2009 et 2018. Il a progressé de 23%³ en 2018 du fait d'une diffusion plus large au sein des entreprises. Le taux des entreprises françaises consommant des services de cloud computing est ainsi passé de 14%³ en 2014 à 19% en 2018.

Source : L'édition de logiciels, Xerfi, Décembre 2019



Un marché en croissance mais en décélération

Le chiffre d'affaires des éditeurs de logiciels est en forte croissance depuis 2015 mais il a décéléré en 2019 (+6% en 2019 contre +8% en 2018). Le ralentissement de l'activité en 2019 s'explique par une diminution de l'investissement des entreprises françaises en lien avec la conjoncture économique dégradée.



Source : L'édition de logiciels, Xerfi, Décembre 2019

Malgré le ralentissement de l'investissement IT par les entreprises françaises, la croissance du chiffre d'affaires de l'édition de logiciels se maintiendra à 4%³ en 2020, appuyée par la transformation digitale. Le cloud computing constitue le moteur principal de la croissance du marché de l'édition de logiciels. Son marché a en effet augmenté de 20%³ en 2019. La part des ventes en mode SaaS a suivi cette tendance pour atteindre 40%³ sur cette même période.

Marché des logiciels de gestion du capital humain

Le marché des logiciels de gestion du capital humain était évalué à 16,7³ milliards de dollars en 2019 et devrait atteindre 24,6⁴ milliards de dollars en 2025, avec un taux de croissance annuel moyen de 6,7 %⁴ sur la période de prévision 2020-2025. Pour accroître la productivité de la main-d'œuvre et optimiser les processus RH, de nombreuses entreprises font appel à des fournisseurs de logiciels de gestion du capital humain qui proposent des solutions logicielles permettant l'amélioration de la performance globale de l'entreprise.

³ Global Human Capital Management Software Market (2020-2025), Mordor Intelligence, 2019



Les logiciels de gestion du capital humain sont organisés en quatre segments sur le marché :

<i>Gestion de la paie</i>	<i>Acquisition et gestion des talents</i>	<i>Gestion des temps et des activités</i>	<i>Services annexes</i>
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Fiches de paie ▪ Versement aux organismes ▪ Calcul des heures supplémentaires 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Recrutement ▪ Entretien ▪ Gestion des carrières ▪ Gestion administrative ▪ Logiciels décisionnels 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Gestion des absences ▪ Gestion du temps et des activités ▪ Planification et optimisation des ressources 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Développements spécifiques ▪ Intégration ▪ Formation ▪ Maintenance

La croissance est portée par l'adoption du cloud et par le remplacement de logiciels par des offres SaaS intégrant les problématiques de digitalisation des entreprises. La richesse des fonctionnalités, la facilité d'utilisation et les caractéristiques de capacité de données des applications basées sur le cloud conduisent à l'adoption du cloud dans toutes les solutions d'applications d'entreprise. Les solutions de gestion du capital humain basées sur le cloud permettent ainsi aux entreprises de créer des outils efficaces d'engagement des employés en tirant parti de l'intégration des médias sociaux pour les outils d'apprentissage, d'encadrement et de recrutement.

Selon une étude de Mordor Intelligence publiée en 2019, 95%⁴ des ventes de nouvelles applications de gestion du capital humain devraient être déployées dans le cloud d'ici 2023. Par sa proposition de solution en mode cloud et en mode SaaS, Horizontal Software a atteint une position solide sur le marché. Ce marché en constante évolution requiert une capacité d'investissement en R&D et d'innovation importante. Cependant, la fragilité de la situation financière d'Horizontal Software freine sa capacité d'investissement nécessaire au maintien de sa position sur le marché.

L'attractivité de ce marché se reflète par une forte concurrence. Le panorama concurrentiel est composé d'acteurs généralistes proposant des solutions répondant à l'ensemble des segments du marché, et des acteurs spécialisés dans un segment spécifique.

La concurrence est divisée en 3 volets :

- Les acteurs historiques, de type hybride : ils proposent une commercialisation en mode licence et en mode SaaS : Oracle, Automatic Data Processing (ADP), Kronos, Ultimate Software, Cegid, Talentia, Horoquartz ou Meta4, etc.
- Les acteurs de type SaaS avec une offre exclusivement SaaS : Workday, Cornerstone, Ceridian, Talentsoft, etc.
- Les acteurs de type SaaS Apps, proposant une offre SaaS et SaaS Apps : BambooHR, Namely, etc.

	Acquisition et gestion des talents	Planning	Optimisation
Type 1 : Hybride			
Oracle	X	X	-
ADP	X	X	-
Kronos	-	X	X
Cegid	X	X	-
HR Access	X	X	-
Halogen Software	X	-	-
Talentia	X	X	-
Horoquartz	-	X	X
Octime	-	X	-
Type 2 : SaaS			
SAP Success factor	X	-	-
Workday	X	X	-
Cornerstone	X	-	-
Talentsoft	X	-	-
Type 3 : SaaS Apps			
Namely	X	X	-
Bamboo HR	X	X	-
Horizontal Software	X	X	X



Par sa réponse à trois des quatre segments du marché, Horizontal Software constitue un acteur visible du marché des logiciels de gestion du capital humain français. Sa taille reste cependant limitée par rapport aux leaders du secteur tels qu'Oracle ou Talentsoft, empêchant des déploiements à grande échelle.

3.3. HISTORIQUE DU GROUPE ET ORIENTATION STRATEGIQUE

Les évolutions des usages du marché ont conduit la Société à réaliser régulièrement des opérations de croissance externe. Pour simplifier la présentation de la Société, seules les principales dates qui jalonnent le périmètre actuel du groupe ont été reprises dans la liste suivante :

Année	Historique du groupe
2010	<ul style="list-style-type: none"> - Création de la société Horizontal Software par Truffle Capital ainsi que Messieurs Hervé YAHJ et Jean-Claude BONIN - Acquisition du statut de Jeune Entreprise Innovante (jusqu'au 31 décembre 2017) lui permettant une exonération des cotisations patronales d'assurances sociales des salariés affectés à l'activité de recherche et développement tels que les chercheurs, techniciens ou gestionnaires de recherche et développement - Augmentation de capital de 31 000 euros réservée aux fondateurs et salariés de la Société au prix de 0,1 euro par action - Emission d'un premier emprunt obligataire de 1 million d'euros sous forme d'obligations convertibles en actions auprès de fonds gérés par Truffle Capital (converties pour la moitié en novembre 2012 et pour l'autre moitié en juin 2014 au prix de 0,5 euro par action)
2011	<ul style="list-style-type: none"> - Lancement du projet PAJERO, qui a pour objectif de développer une plateforme logicielle permettant la gestion complexe de ressources multiples (ressources humaines, planification, gestion des temps et activités associées) en mode SaaS et en architecture Cloud - Labellisation du projet PAJERO par le pôle de compétitivité mondial Systematic - Augmentation de capital réservée de 1,3 million euros au prix de 0,8 euro par action - Obtention d'une aide de 7,6 millions d'euros d'Oséo dans le cadre du programme Innovation Stratégique Industrielle (ISI) pour le développement du projet PAJERO, dont le budget total octroyé à l'ensemble des partenaires est de 16,5 millions d'euros
2012	<ul style="list-style-type: none"> - Acquisition de la société LPDR Ingénierie, spécialisée dans l'édition de logiciel d'e-recrutement en mode SaaS (acquisition des talents) - Augmentation de capital réservée de 500 000 euros auprès d'un fonds géré par Truffle Capital
2013	<ul style="list-style-type: none"> - Emission d'un nouvel emprunt obligataire de 2,5 millions d'euros sous forme d'obligations convertibles en actions auprès de fonds gérés par Truffle Capital (converties intégralement en juin 2014 au prix de 0,88 euro par action) - Acquisition de la société Equitime, spécialisée dans l'édition de solutions progiciels de gestion des temps et de planification des collaborateurs, avec une expertise forte dans la modélisation des règles métier notamment dans le secteur de la santé (300 clients en 2013) et des collectivités
2014	<ul style="list-style-type: none"> - Acquisition par échange de titres de la société TEHMS, spécialisée dans l'édition de logiciel de gestion des talents en mode SaaS (gestion des formations, des entretiens d'évaluation et la gestion prévisionnelle des emplois et des compétences, notamment dans les secteurs de la distribution, des services et de la santé) - Création d'Horizontal Software Inc., basée à New York au capital de 5 000 USD afin de distribuer les solutions Horizontal Software en Amérique du Nord - Obtention du label French Tech et intégration dans le programme Pass French Tech
2015	<ul style="list-style-type: none"> - Augmentation de capital réservée de 1,3 million euros sous forme d'Actions à Bon de Souscription d'Actions (« ABSA ») (les bons ont été intégralement exercés en juin 2016 pour un montant de 650 000 euros au prix de 0,96 euro par action)



Année	Historique du groupe
	- Lancement de la première application Yootalent
2016	- Lancement de l'application Yootalent en mode Premium - Entrée en bourse sur Alternext Paris avec un prix d'introduction en bourse de 10,20 euros par action. Augmentation du capital de 5,9 millions d'euros dont 5,1 millions d'euros en numéraire
2017	- Lancement d'une solution de gestion du temps médical - Obtention d'un Prêt à Taux Zéro pour l'Innovation (PTZI) de 735 000 euros auprès de Bpifrance Financement - Lancement de Keentalents, une solution Cloud-SaaS dédiée aux PME-ET - Acquisition de la société Formaeva, spécialisée dans l'édition de logiciels SaaS sur l'évaluation de la formation
2018	- Augmentation de capital par voie de placement privé d'un montant de 1,3 million d'euros (6,19 euros par action) - Emission réservée d'obligations convertibles ou échangeables en actions nouvelles et/ou existantes assortis de bons de souscription d'actions (OCEANE avec BSA attachés) pour un montant maximum de 2 millions d'euros sur 30 mois auprès du fond European High Growth Opportunities Securitization Fund (EHGO) détenu par Blue Ocean Advisors - Annonce d'un plan stratégique visant au lancement d'une offre couplée SaaS et SaaS-Apps et à la restructuration des équipes et des offres pour un recentrage de l'activité commerciale sur la vente d'offres packs sur des marchés à forte valeur ajoutée
2019	- Augmentation du capital réservée dans le cadre de deux placements privés, d'un montant de 462 422 euros (1 euro par action) - Evolution de la gouvernance avec Monsieur Jean Mounet, nouveau Président du Conseil d'Administration - Augmentation de capital réservée de 350 000 euros dont 250 000 euros auprès de Truffle Capital (1 euro par action)
2020	- Annonce du projet d'investissement dans la société par Extens, fonds spécialisé dans le logiciel de santé, aux termes duquel ce dernier souscrirait à une augmentation de capital de 4,25 millions d'euros par une offre publique d'achat simplifiée et de retrait de cote - Annonce de la réalisation d'une augmentation de capital d'un montant nominal de 4.250.000 euros par l'émission de 8.500.000 actions nouvelles de 0,50 euro, souscrites à la valeur nominale, réservée à Extens et à M. Jean Mounet - Annonce du remboursement par Horizontal Software de 87 OCEANE avec BSA attachés encore en circulation au fond EHGO en vue de leur annulation

Depuis sa création en 2010, le groupe Horizontal Software a procédé à l'acquisition de quatre sociétés, lui permettant d'adapter son offre aux usages du secteur. Parallèlement, le groupe a mis en place des projets innovants lui permettant de répondre aux problématiques complexes du marché.

3.4. REPARTITION DE L'ACTIONNARIAT ACTUEL ET POTENTIEL

Le capital social qui s'élève à 3 045 947 euros au 30 avril 2020, est réparti entre 3 045 947 actions de même catégorie.

Le calcul de la valeur par action de la Société est fondé dans le présent rapport sur un nombre de 3 027 290 actions en circulation, à la date du 30 avril 2020, hors actions détenues au titre de l'autocontrôle et d'une valeur nominale de 1 euro chacune. Ces actions en circulation intègrent les 75 000 actions gratuites en période de conservation.



Tableau récapitulatif de l'actionariat au 30 avril 2020

Actionariat	30/04/2020				
	Nombre total de titres	Nombre total de titres en vote simple	Nombre total de voix	% Capital	% Droit de vote
Fonds gérés par Truffle Capital	1 231 003	1 231 003	1 231 003	40,41%	40,41%
Holding Incubatrice Série 1 et 2 (HIS1 & HIS2)	594 893	594 893	594 893	19,53%	19,53%
Mandataires sociaux et salariés membres du concert	520 253	520 253	520 253	17,08%	17,08%
Actionnaires de contrôle	2 346 149	2 346 149	2 346 149	77,03%	77,03%
Actionnaires autres (Dont Public)	681 141	681 141	681 141	22,36%	22,36%
Autocontrôle	18 657	18 657	18 657		
Total y.c. autocontrôle	3 045 947	3 045 947	3 045 947		
Actions en circulations	3 027 290	3 027 290	3 027 290		
Actions fully diluted (Total hors autocontrôle)	3 092 840	3 092 840	3 092 840		

Concernant les instruments financiers émis par la Société et donnant un accès différé au capital, Horizontal Software avait émis le 25 juillet 2018, au bénéfice du fonds luxembourgeois European High Growth Opportunities Securitization Fund (EHGO), membre du groupe Alpha Blue Ocean, un emprunt obligataire d'un montant nominal total de 2 millions d'euros par voie d'émission réservée de 200 obligations convertibles ou échangeables en actions nouvelles et/ou existantes (OCEANE) assorties de bons de souscription d'actions (BSA).

Aux termes d'un accord transactionnel en date du 28 avril 2020, Horizontal Software s'est engagé à rembourser en numéraire la valeur nominale des 87 OCEANE encore en circulation et à annuler l'ensemble des BSA et bons d'émissions en circulation. Ils n'ont pas été pris en compte dans la dilution.

Au 30 avril 2020, restent donc uniquement 385 500 BSPCE donnant droit accès à 65 550 actions, mais jugés hors de la monnaie dès lors que pour 30 000 d'entre eux le prix d'exercice d'un BSPCE est de 1,29 € et que pour le solde le prix d'exercice s'élève à 9,6 €. Cette approche augmente le prix par action, toute chose égale par ailleurs, et est favorable aux minoritaires. Il n'existe aucun autre instrument financier donnant accès au capital social et/ou aux droits de vote de la Société.

Depuis le 30 avril 2020, les augmentations de capital réservées à HSW Développement et à M. Jean Mounet ont été réalisées en juin 2020 et ont porté le nombre d'actions en circulation à 11.545.947 et le pourcentage de détention des actionnaires de contrôle à 93,94%.

3.5. EVOLUTION DE LA PERFORMANCE

Remarque liminaire sur le référentiel comptable

Pour mémoire, les comptes consolidés de la Société sont établis par application du référentiel comptable français. Les règles de reconnaissance de revenus, d'activation des frais de développement et de dette de location diffèrent potentiellement de celles qui auraient été appliquées dans le référentiel international IFRS.

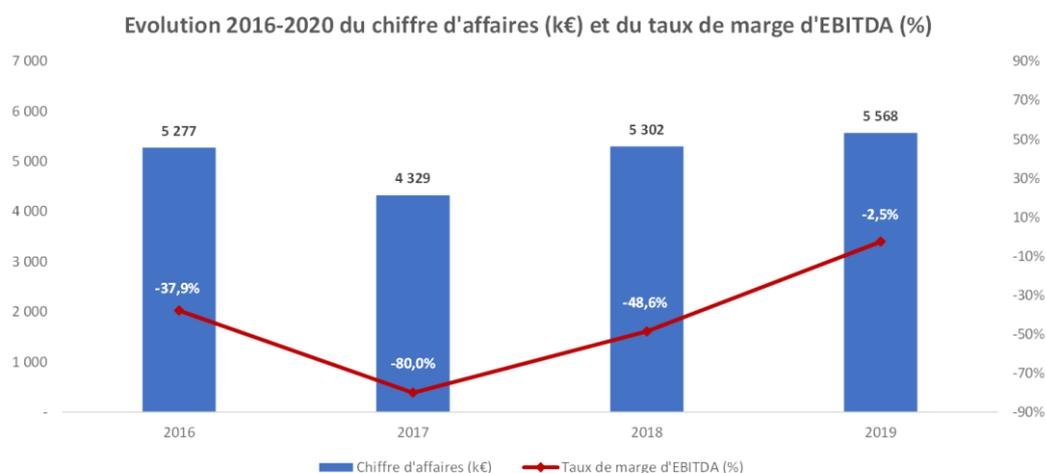
Sur la base d'une revue de contrats type de la Société, nous considérons que les règles de reconnaissance des revenus répondent à l'identification des obligations de performance distinctes (contrats de négoce, ventes de licence ou d'abonnement et prestations de maintenance) qui sont gérées séparément dans les outils de suivi. Le chiffre d'affaires d'abonnement et de maintenance est étalé sur la durée des contrats. En conséquence, nous n'avons pas estimé que l'application d'IFRS 15 conduirait à des ajustements majeurs du chiffre d'affaires.



Les différences d'activation des frais de développement ne constituent pas un enjeu de valorisation dès lors que les méthodes retenues ne sont pas fondées sur l'appréciation du patrimoine ou des multiples de rentabilité.

Enfin, nous avons procédé à des retraitements des impacts IFRS 16 des Ebitda et dettes financières des comparables boursiers pour la détermination de multiples le plus homogène possible avec les données financières de la Société.

Performance 2016-2019



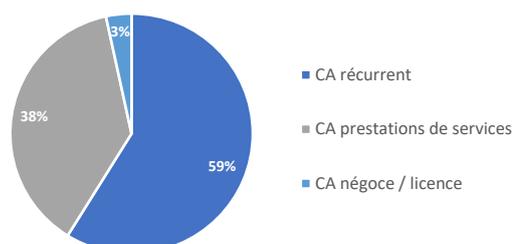
Sur la période 2016-2019, le taux de croissance annuel moyen (TCAM) s'élève à 1,8%. La diminution du chiffre d'affaires en 2017 de -0,9 m€, soit -18%, s'explique à hauteur de -0,7 m€ par l'arrêt progressif des modèles de ventes non récurrents. Conformément à la politique de changement de modèle économique, l'activité client-serveur est en retrait de -0,2 m€ et la vente de licence « one-shot » a été interrompue.

La hausse de chiffre d'affaires constatée en 2018 et s'élevant à +22,5% ne correspond pas à de la croissance organique. En effet, à périmètre constant le chiffre d'affaires atteint 4,3 m€ et reste donc très stable en comparaison avec 2017. Cette croissance de 1,0 m€ correspond à l'intégration dans le périmètre de la société Formaeva à la suite de son acquisition par Horizontal Software en décembre 2017. Pour mémoire, certains contrats qui s'avéraient être non rentables ont été terminés au troisième trimestre 2018.

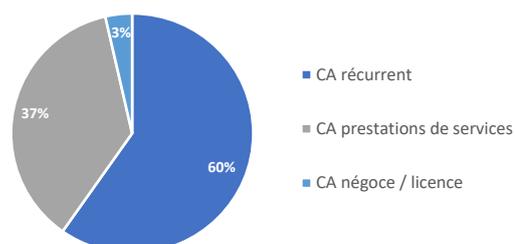
Sur l'exercice 2019, la progression du chiffre d'affaires atteint +5,0%.

Concernant la répartition du chiffre d'affaires, le graphique ci-dessous met en avant son évolution sur la période récente.

Répartition du chiffre d'affaires 2018



Répartition du chiffre d'affaires 2019



En 2018, les revenus de l'activité Cloud-SaaS sont en forte hausse par rapport au 31 décembre 2017, +37,1% pour atteindre 3,5m€, poussés par l'acquisition de Formaeva. L'activité Cloud représente 65% du chiffre d'affaires du groupe contre 58% un an auparavant. En cohérence avec la politique de changement de modèle économique, l'activité Client-Serveur demeure quasi stable.

Au 31 décembre 2019, le chiffre d'affaires récurrent atteint 3,3 m€ ce qui représente une augmentation de 6,6% par rapport à l'exercice 2018. Le chiffre d'affaires récurrent SaaS progresse quant à lui de 6,8%. A noter que sur l'exercice 2019, Horizontal Software a mis en avant les packs santé et collectivité.

Le tableau ci-après présente le chiffre d'affaires et les principaux postes de coûts permettant de déterminer la marge d'EBITDA sur la période 2016-2020 :

En k€	2016	2017	2018	2019
Chiffre d'affaires	5 277	4 329	5 302	5 568
<i>Taux de croissance</i>	-	-18,0%	22,5%	5,0%
Autres produits (dont CIR)	508	901	838	1 054
<i>en % du C.A</i>	9,6%	20,8%	15,8%	18,9%
Achats de matières premières et marchandises	(371)	(180)	(164)	(151)
<i>en % du C.A</i>	-7,0%	-4,2%	-3,1%	-2,7%
Achats et charges externes	(2 117)	(2 745)	(2 365)	(1 682)
<i>en % du C.A</i>	-40,1%	-63,4%	-44,6%	-30,2%
Impôts et taxes	(138)	(216)	(172)	(120)
<i>en % du C.A</i>	-2,6%	-5,0%	-3,2%	-2,2%
Charges de personnel	(5 159)	(5 554)	(6 016)	(4 809)
<i>en % du C.A</i>	-97,8%	-128,3%	-113,5%	-86,4%
EBITDA	-2 000	-3 465	-2 577	-140
<i>Taux de marge d'EBITDA</i>	-37,9%	-80,0%	-48,6%	-2,5%

Source : rapports financiers annuels 2017 à 2019

Ce tableau illustre le poids de la structure de coûts, surdimensionnée au regard du niveau de l'activité et son amélioration relative à partir de 2018 et en 2019.

Il est précisé que la Société ne retient pas l'option d'immobilisation des dépenses de développement.

En 2017, l'accroissement limité des charges de personnel de +0,4 m€ correspond aux recrutements réalisés au sein de différentes fonctions comme le marketing ou le support par exemple. La hausse du poste achats et charges externes d'environ +0,6m€ s'explique par des pré-embauches.

C'est lors de l'exercice 2018 que la Société, sous l'impulsion de sa nouvelle direction, a mis en place son plan de réduction significatif des coûts opérationnels. L'objectif était de rationaliser la structure de coûts en ayant pour cible les charges locatives, les charges externes et les charges de personnel. C'est notamment ce dernier poste de coûts qui fera l'objet de nombreuses actions. En 2018, une hausse de ce poste est observable à hauteur de +0,5 m€, soit +8,3% mais cette hausse mérite d'être détaillée. En effet, à périmètre constant l'effectif est en baisse (104 au 31 décembre 2017 contre 69 au 31 décembre 2018) mais les charges de personnel liées à l'acquisition de Formaeva (+0,5 m€) et une hausse des cotisations à la suite de la perte du statut de jeune entreprise innovante (+0,3 m€) viennent complexifier la visibilité des effets du plan mis en place.

Ces effets sont visibles en 2019 avec une diminution de -29% des achats et charges externes et de -20% des charges de personnel. Pour la première fois sur l'horizon analysé, la marge d'EBITDA de la Société est proche de l'équilibre.



3.6. EVOLUTION DE LA STRUCTURE DU PATRIMOINE

<i>Actif en k€</i>	2016	2017	2018	2019
Ecart d'acquisition	1 467	2 610	1 448	1 201
Immobilisations incorporelles	2 611	2 575	2 363	1 984
Immobilisations corporelles	38	116	84	61
Immobilisations financières	284	240	270	361
Actif immobilisé	4 400	5 541	4 165	3 607
Clients	2 311	2 628	2 006	1 093
Autres créances	2 105	2 333	2 508	1 588
Valeurs mobilières de placement	66	96	30	30
Disponibilités	4 262	431	8	232
Actif circulant	8 744	5 488	4 552	2 943
Total actif	13 144	11 029	8 717	6 550

<i>Passif en k€</i>	2016	2017	2018	2019
Capital	1 734	1 854	2 155	2 971
Prime d'émission	11 988	5 082	1 284	-
Réserves consolidées	(7 052)	(2 337)	(2 120)	(6 344)
Résultat net part du groupe	(2 798)	(4 605)	(5 515)	(1 355)
Capitaux propres	3 872	-6	-4 196	-4 728
Autres fonds propres	2 563	2 501	2 486	1 866
Provisions courantes	301	590	312	701
Emprunts et dettes financières	937	2 471	3 717	3 585
Fournisseurs et comptes rattachés	1 727	1 420	1 293	1 004
Autres dettes et comptes de régularisation	3 744	4 053	5 105	4 122
Total passif	13 144	11 029	8 717	6 550

Source : rapports financiers annuels 2017 à 2019

Entre 2016 et 2020, l'actif total a été divisé par deux et cela s'explique principalement par la consommation de trésorerie nécessaire pour faire face aux pertes récurrentes générées par l'activité. Cette situation a de fait entraîné une diminution des capitaux propres qui sont devenus négatifs à partir de 2017.

Au 31 décembre 2019, la dette financière nette s'élève à 3 353 k€ contre une trésorerie nette de dette financière ressortant à 762 k€ en 2016. La dette financière nette au 31 décembre 2019 inclue notamment 870 k€ d'emprunt obligataire suite à la mise en place d'un financement par émission d'OCEANE.

Sur la période analysée, le ratio emprunts et dettes financières en pourcentage du passif total s'est dégradé de 7% en 2016 à 55% en 2019 confirmant le poids majeur de la dette financière, en dépit des augmentations de capital successives depuis 2016 dont l'enjeu s'est résumé à assurer une solvabilité à court terme.

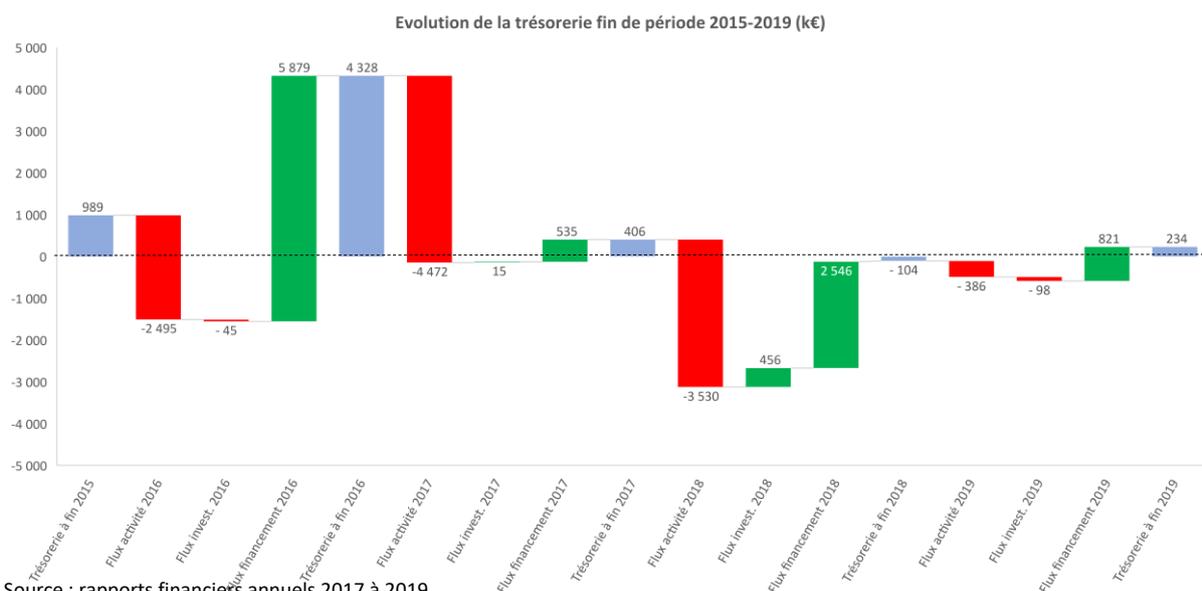
La société n'a pas opté pour l'immobilisation de dépenses de développement. Les écarts d'acquisition et immobilisations incorporelles ont été reconnus à l'occasion d'opérations de croissance externe. Le maintien de leur valeur est étroitement lié à la prise en compte du principe de continuité d'exploitation.

La société ne procède pas à un suivi détaillé du BFR et n'a pas fourni d'analyses des variations récentes. Des retards de paiement de fournisseurs et des décalages d'échéance ont été négociés au-delà des délais légaux.

Le fait de disposer durant trois années consécutives de capitaux propres négatifs cumulés avec un poids élevé de la dette fait peser une menace sur la continuité de l'exploitation dont le principe n'a pu être maintenu, selon les mentions dans l'annexe des comptes consolidés que grâce au soutien de l'actionnaire de référence (2018), puis par l'entrée au capital d'Extens (2020).



3.7. EVOLUTION DE LA TRESORERIE



Le graphique ci-dessus présente l'évolution de la trésorerie fin de période entre 2015 et 2019 par type de flux. Sur la période analysée, les montants cumulés par type de flux sont les suivants :

- Flux générés par l'activité : - 10 883 k€ ;
- Flux liés aux opérations d'investissement : + 328 k€ ;
- Flux liés aux opérations de financement : + 9.781 k€, dont l'impact de l'entrée en bourse (IPO) en 2016 représente 5.100 k€ et l'émission d'Océanes en 2018 pour 2.000 k€.

L'observation de ces flux cumulés permet de faire les trois constats suivants : (i) l'activité opérée par Horizontal Software induit une faible intensité capitalistique, aucun frais de recherche et développement n'étant immobilisé, (ii) sur les quatre dernières années, la Société a constamment généré des pertes opérationnelles entraînant des besoins de trésorerie auxquels Horizontal Software a répondu par une capacité à lever différentes sources de fonds (fonds propres via introduction en Bourse et placement privé, endettement par l'intermédiaire d'Océanes, etc.), (iv) le niveau de l'activité 2019, bien que bénéficiant des effets des restructurations entreprises depuis 2018, n'atteint pas encore l'équilibre, même s'il s'en rapproche.

Pour mémoire, EHGO a obtenu fin 2018 auprès du Président du Tribunal de commerce de Lille l'autorisation de pratiquer des saisies conservatoires sur les comptes bancaires de la Société. Par acte d'huissier en date du 26 avril 2019, EHGO a fait pratiquer les saisies conservatoires sur les comptes bancaires d'Horizontal Software, puis le 22 mai 2019, a assigné la Société devant le Tribunal de commerce de Lille. Enfin une deuxième saisie conservatoire a été réalisée en novembre 2019. Un accord transactionnel conclu en avril 2020 a débouché sur le remboursement du nominal résiduel de l'emprunt grâce au financement apporté notamment par l'Initiateur, levant ce risque d'exigibilité de la dette à court terme qui pesait notamment sur la Société pour assurer la continuité de son exploitation.

Par ailleurs, depuis sa création en 2010 la société n'a pas versé de dividendes.



3.8. EVOLUTION AU COURS DE L'ANNEE 2020

Performance 2020

En raison de l'épidémie de Covid-19 et des mesures de confinement décidées par le gouvernement, les perspectives d'activité de la Société se sont dégradées. Les commandes de prestations de services ont été annulées sine die par les clients et les projets en cours de déploiement ont été décalés.

Horizontal Software a mis en place les mesures suivantes pour faire face à cette situation exceptionnelle :

- Mise en place du dispositif d'activité partielle jusqu'à 90% des effectifs, avec maintien du salaire sur la base conventionnelle ;
- Décalage du paiement des charges sociales pour mars et avril 2020 ;
- Demande et obtention d'un prêt garanti par l'Etat (PGE) pour 0,4 m€.

La fin du recours à l'activité partielle est intervenue le 31 mai 2020 avec une reprise à 100% le 1^{er} juin. La société a observé une reprise progressive de l'activité sur juin et juillet et anticipe un retour à la normale de l'activité opérationnelle pour le mois de septembre. Les retards de commercialisation subis en particulier au cours de la période de confinement ne pourront pas néanmoins être rattrapés.

Comparatif réalisé 1^{er} semestre 2020 / réalisé 1^{er} semestre 2019 : au 1^{er} semestre 2020, le chiffre d'affaires s'élevait à 2,30 m€ contre 2,75 m€ au 1^{er} semestre 2019, soit une diminution de -16,45%. Aucune évolution de l'activité n'a été notable avant mi-mars 2020. Par la suite, les équipes ont concentré leurs efforts sur les opérations de support à distance auprès des clients. La tendance baissière concerne logiquement davantage les prestations de service, 0,67 m€ au 1^{er} semestre 2020 contre 1,01 m€ un an auparavant soit une décroissance de -33,5%. Le chiffre d'affaires récurrent est globalement résilient avec une baisse s'élevant à -5,6%, 1,55 m€ au 1^{er} semestre 2020 et 1,64 m€ au 1^{er} semestre 2019. Enfin, les prises de commandes sont inférieures de -25,1% en comparaison avec le 1^{er} semestre 2019 avec une forte diminution des prestations de services, -30%, et une hausse du récurrent, +14%.

Comparatif réalisé 1^{er} semestre 2020 / budget 1^{er} semestre 2020 : au niveau du chiffre d'affaires prestations de service, le réalisé au 1^{er} semestre 2020 est très proche du budget, 0,674 vs 0,671 m€. Pour le chiffre d'affaires récurrent, la société n'a pas atteint le budget avec un chiffre d'affaires réalisé de 1,55 m€ contre 1,71 m€ au budget, soit -9,5%. Enfin, concernant les prises de commande, la société est en ligne avec le budget 2020. En effet, les prises de commande se sont élevées à 1,28 m€ contre une prévision budgétaire de 1,25 m€, soit + 2,4%. A noter que la part du récurrent au sein des prises de commande est légèrement plus élevée que prévu.

Ces éléments n'ont pas amené la Société à remettre en cause les données prévisionnelles du plan d'affaire établi en avril 2020 pour les besoins de l'opération d'investissement d'Extens et qui révisait des hypothèses prises en janvier 2020 pour estimer l'impact de la crise sanitaire et renforcer une vision tenant compte des effets d'expérience des exercices passés. Nous partageons cette analyse dès lors que l'écart constaté entre les éléments de reporting du 1^{er} semestre 2020 et les éléments prévisionnels (plan d'affaire et budget) est limité. Le recul de prises de commandes, ainsi que le décalage du plan d'embauche, tel qu'il a été envisagé dans le plan d'affaires révisé, a été observé à date. Cette situation conforte l'hypothèse centrale d'un retard pris dans le développement du projet, sans possibilité de le rattraper dès lors que la capacité à livrer les logiciels (et donc à accroître le chiffre d'affaires) est dépendante de ressources qui ne sont embauchées qu'en fonction de l'évolution du carnet de commandes, ressources qui ne sont totalement opérationnelles qu'après une période de formation d'environ 6 mois.

Accord HUG

Les Hôpitaux Universitaires de Genève (HUG) et la Société ont souhaité mettre un terme amiable au litige qui les oppose depuis 2017. Après la suspension de la procédure auprès du Tribunal de première instance, les parties ont signé en date du 29 avril 2020 un accord transactionnel prévoyant le paiement, le 20 juin 2020 au plus tard, par Horizontal Software d'un montant de 210 k€. Cet accord, rendu possible par l'entrée d'Extens au capital de la Société, s'inscrit dans le cadre des mesures d'assainissement de la situation financière de la Société. Le risque était provisionné pour un montant comparable au 31 décembre 2019.



Révision des données prévisionnelles

La vision partagée, entre d'une part le nouvel actionnaire majoritaire et des dirigeants d'autre part, de la dégradation de l'environnement et du carnet de commandes ont conduit à réviser le plan d'affaires en avril 2020. Le retour à un Ebitda positif en 2020 a ainsi été décalé en 2021 à un niveau divisé par deux. L'Ebitda 2020 devient négatif. Les objectifs des années ultérieures ont été décalés au moins d'un an, selon le rythme d'évolution prévu des prises de commande et des ressources positionnées pour permettre à la Société la mise en place des logiciels chez ses clients..

Comme il a été dit plus haut, les données réelles à fin juin 2020 sont en ligne avec le budget révisé et confirment l'atterrissage déficitaire de l'année 2020.

3.9. ELEMENTS DE PASSAGE DE LA VALEUR D'ENTREPRISE A LA VALEUR DES CAPITAUX PROPRES

Un ajustement négatif s'élevant à -4,1 m€ doit être pris en compte pour le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres à la date d'évaluation du 30 avril 2020.

Eléments en k€	30/04/2020
Emprunts obligataires	1 069
Dettes financières	1 726
Dettes financières diverses	734
Concours bancaires courant	0
Dettes financières	3 529
Valeurs mobilières	30
Disponibilités	270
Trésorerie	300
Economie d'impôts déficits fiscaux	-1 333
Dettes factor	373
Dettes fiscales et sociales	810
Retard fournisseur	589
Indemnités de retraite	215
Provisions pour risques	314
Autres éléments	968
Endettement financier net	4 197

L'endettement financier net de la société est d'abord composé des éléments issus du reporting communiqué par la Société :

- emprunts obligataires (principalement sur l'OCEANE souscrite par EHGO) ;
- dettes bancaires, autres dettes (comptes-courants d'actionnaires, à l'exclusion des créances abandonnées par Truffle Capital) ;
- disponibilités et valeurs mobilières de placement de la Société.

Les ajustements suivants, représentatifs au global d'une augmentation de l'endettement financier net, ont été également pris en compte :

- une économie d'impôts relative aux déficits fiscaux : compte tenu de l'importance des déficits fiscaux, supérieurs à 23 m€ à fin 2019, nous avons appliqué les règles d'imputation sur l'horizon du plan d'affaires et de la prolongation du plan d'affaires. Après un travail de rationalisation de l'économie d'impôts au-delà de cette période, nous avons fait le choix d'intégrer cet élément en déduction de l'endettement financier net ;
- la dette factor (nette des garanties versées dans le cadre du contrat d'affacturage) ;
- les dettes fiscales et sociales, pour leur fraction représentative de retard de paiement allant jusqu'à 300 jours ;



- les dettes fournisseurs, pour leur fraction représentative de retards de paiement négociés supérieurs au minimum à 120 jours, et présentant de ce fait un caractère financier ;
- indemnités de fin de carrière retenues pour leur valeur comptable au 31 décembre 2019, nette de l'économie d'impôt sur les sociétés. Aucune évolution significative ne nous a été signalée ;
- provisions pour risques retenues pour leur valeur comptable au 31 décembre 2019 et diminuées du montant de la prime de non-conversion qui ne sera finalement pas versée au fonds EHGO et donc non pris en compte dans la valeur d'entreprise.

Par ailleurs, des actifs financiers s'élevant à +0,1 m€ ont été intégrés dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres. L'écart avec le montant présenté dans les comptes consolidés au 31 décembre 2019 correspond aux garanties versées dans le cadre du contrat d'affacturage. Ces garanties ont été intégrées directement au sein de la dette factor.

3.10. SYNTHESE DES FORCES ET FAIBLESSES, RISQUES ET OPPORTUNITES

Les barrières à l'entrée sur le marché d'Horizontal Software sont à la fois techniques (capacité à proposer des logiciels répondant aux besoins des clients, inertie des changements de logiciels structurant au sein des organisations des clients) et commerciales (fidélisation de la relation clients). Elles ne constituent cependant pas des protections fortes dans un environnement concurrentiel dans lequel évoluent des acteurs disposant de ressources importantes et des stratégies opportunistes.

En synthèse de la présentation d'Horizontal Software, nous avons retenu les points clés suivants :

<p><u>OPPORTUNITES</u></p> <ul style="list-style-type: none"> - Gains de parts de marché sur des secteurs non adressés - Développement de Yotalent - Pénétration de segments de marché complémentaires - Développement à l'international - Reprise de la croissance externe 	<p><u>FORCES</u></p> <ul style="list-style-type: none"> - Réussite des opérations récentes de réduction des coûts opérationnels - Capacité à alimenter le carnet de commandes - Une gouvernance composée d'experts de l'industrie informatique - Positionnement concurrentiel (secteur de la santé)
<p><u>FAIBLESSES</u></p> <ul style="list-style-type: none"> - Poids de l'endettement financier, pesant sur la continuité de l'exploitation - Capitaux propres fortement négatifs - Incapacité à atteindre historiquement les objectifs de chiffre d'affaires et de rentabilité - Taille réduite face aux géants du secteur - Coûts conséquents liés à la cotation 	<p><u>MENACES</u></p> <ul style="list-style-type: none"> - Augmentation des besoins de trésorerie - Difficulté à recruter les équipes et les talents indispensables au développement - Evolution technologique rendant l'offre actuelle moins attractive - Environnement fortement concurrentiel - Exposition aux risques liés à la sécurité des données (perte, vol, destruction, etc.) pouvant avoir un impact sur la notoriété - Refus potentiel de l'administration fiscale des dossiers CIR



4. EVALUATION MULTICRITERES DE L'ACTION HORIZONTAL SOFTWARE

Pour les calculs des valeurs par action, le nombre d'actions pris en compte dans nos différentes approches d'évaluation, à la date du 30 avril 2020, s'élève à 3.027.290 comme détaillé au § 3.4.

4.1. METHODES ECARTEES

Nous justifions ci-après le choix de ne pas prendre en compte les méthodes d'évaluation reposant sur l'actif net comptable (§ 4.1.1), l'actif net réévalué (§ 4.1.2), la valeur liquidative (§ 4.1.3), l'actualisation des dividendes (§ 4.1.4), la référence aux objectifs de cours des analystes financiers (§ 4.1.5), la référence au prix d'une transaction récente sur le capital (§ 4.1.6) et les transactions comparables (§ 4.1.7).

4.1.1. ACTIF NET COMPTABLE (ANC)

La méthode de l'ANC n'a pas été retenue car l'actif net comptable ne reflète que les performances passées d'Horizontal Software. Cette approche apparaît peu pertinente dans la mesure où elle ne tiendrait compte ni de la valeur réelle des actifs, notamment incorporels (relation clients, image de marque, parts de marché, savoir-faire, etc.) ni des perspectives futures.

Le niveau des capitaux propres est en outre négatif depuis 2017. Il atteint un niveau record -4 728 k€ au 31 décembre 2019 et ne peut servir de référence pour l'indemnisation d'actionnaires minoritaires. Les augmentations successives de capital depuis 2016 n'ont pas permis de reconstituer le niveau des capitaux propres, avant l'entrée au capital d'Extens en juin 2020.

Les abandons de créances réalisés préalablement à l'Offre, à hauteur de 870 k€, ne sont pas suffisants pour rendre positive la situation nette de la Société.

4.1.2. ACTIF NET REEVALUE (ANR)

La méthode de l'ANR consiste à corriger l'ANC des plus ou moins-values latentes identifiées à l'actif, au passif ou parmi les éléments hors-bilan, au jour de l'évaluation, et donc à évaluer séparément les actifs et passifs (hors capitaux propres) constitutifs du patrimoine de la Société.

Pour mémoire, l'actif net comptable tient compte d'écarts d'acquisition et d'actifs incorporels dont la valeur repose sur la convention de continuité d'exploitation qui serait remise en cause sans l'entrée au capital d'Extens.

Cette méthode, souvent utilisée pour évaluer les sociétés de portefeuille détenant des participations financières minoritaires ou les sociétés de certains secteurs spécifiques (holdings, sociétés foncières, etc.), est particulièrement adaptée aux entreprises dont les principaux actifs ont une valeur sur un marché identifié, ce qui n'est pas le cas d'Horizontal Software dont les actifs sont essentiellement des actifs d'exploitation.

4.1.3. VALEUR LIQUIDATIVE

Bien que la situation financière de la Société apparaisse particulièrement dégradée en avril 2020 (capitaux propres négatifs, enjeux majeurs de financement d'échéance à court terme, impact de la crise sanitaire), nous n'avons pas considéré qu'une valeur liquidative serait pertinente dans le cadre de l'Offre et du retrait obligatoire. En effet, d'une part la Société n'a pas communiqué au cours de cette période sur les difficultés rencontrées et d'autre part, l'opération réalisée par Extens a démontré l'existence de l'intérêt stratégique d'un investisseur pour la Société.

4.1.4. ACTUALISATION DES DIVIDENDES

Cette méthode consiste à actualiser les flux prévisionnels de dividendes versés par une société à ses actionnaires. Elle est particulièrement adaptée aux sociétés dont la politique de dividendes est régulière, stable dans le temps et en adéquation avec leur capacité de distribution.



Depuis sa création en 2010, Horizontal Software n'a pas distribué de dividendes. C'est pourquoi nous n'avons pas jugé pertinent de tenir compte d'une valorisation fondée sur une estimation de dividendes futurs.

4.1.5. REFERENCE AUX OBJECTIFS DE COURS DES ANALYSTES FINANCIERS

La société Horizontal Software n'étant pas suivie par des analystes financiers de référence, nous n'avons pas été en mesure d'appliquer cette référence de valorisation.

4.1.6. REFERENCE AU PRIX DES OPERATIONS ET TRANSACTION INTERVENUES SUR LE CAPITAL EN 2019

Au cours de l'exercice 2019, Horizontal Software a procédé à deux augmentations de capital réservées, à la valeur nominale des actions :

- Une augmentation de capital dans le cadre de deux placements privés pour un total de 0,46 m€ le 12 mars 2019. Ce financement était composé de deux augmentations du capital : la première en numéraire avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires au profit d'investisseurs qualifiés et d'un cercle restreint d'investisseurs d'un montant de 0,14 m€ donnant lieu à l'émission d'un nombre de 137 500 actions ordinaires nouvelles souscrites à un prix de souscription unitaire de 1 € l'action et la deuxième en numéraire également, effectuée par Truffle Capital et les Holding Incubatrices Internet et Mobile, d'un montant de 0,32 m€ donnant lieu à l'émission d'un nombre de 324 922 actions ordinaires nouvelles souscrites à un prix de souscription unitaire de 1 euro l'action ;
- Une augmentation de capital de 0,35 m€ le 3 octobre 2019 constituée d'une augmentation de capital de 0,25 m€ par Truffle Capital donnant lieu à l'émission de 250 000 actions ordinaires nouvelles au prix unitaire de 1 € et une seconde augmentation de capital en numéraire avec suppression du droit préférentiel de souscription dans le cadre d'un placement privé, d'un montant de 0,1 m€, donnant lieu à l'émission d'un nombre de 100 000 actions ordinaires nouvelles (au prix de 1 € par action également) dont 50 000 actions ont été souscrites par Monsieur Jean Mounet.

Nous n'avons pas jugé opportun de retenir ces opérations réalisées à la valeur nominale sur le capital d'Horizontal Software dès lors qu'elles ont été réalisées avant tout dans une perspective de financement, sans mise en œuvre d'un rationnel de valorisation pouvant conforter la valeur retenue.

La dernière augmentation de capital, réalisée en 2020 à l'occasion de l'entrée au capital d'Extens, fait partie des références de valeur retenues (cf. infra).

4.1.7. TRANSACTIONS COMPARABLES

Cette méthode consiste à appliquer les multiples de valorisation moyens ou médians d'un échantillon de transactions récentes ayant eu lieu entre des sociétés opérant au sein d'un secteur d'activité comparable.

La fiabilité de cette approche dépend de la capacité à :

- Identifier un échantillon de transactions pour lequel les cibles sont comparables à la société valorisée ;
- Disposer d'une information fiable et de qualité quant aux transactions retenues dans l'échantillon ;
- Pouvoir identifier dans le prix payé une éventuelle prime spécifique relative à un intérêt stratégique particulier ou la présence de synergies qui varient d'une opération à une autre.

Nos analyses des caractéristiques financières et opérationnelles nous ont conduits à écarter in fine la méthode des transactions comparables notamment pour les raisons suivantes :

- Taille des transactions : la valeur d'entreprise moyenne des transactions pour lesquelles des multiples sont disponibles s'élève à environ 2 800 m€ ;



- Ancienneté des transactions : les transactions dont les données sont disponibles sont pour la plupart antérieures à 2018. Les multiples obtenus ont par conséquent été jugés trop éloignés des conditions actuelles pour être appliqués aux agrégats d'Horizontal Software.

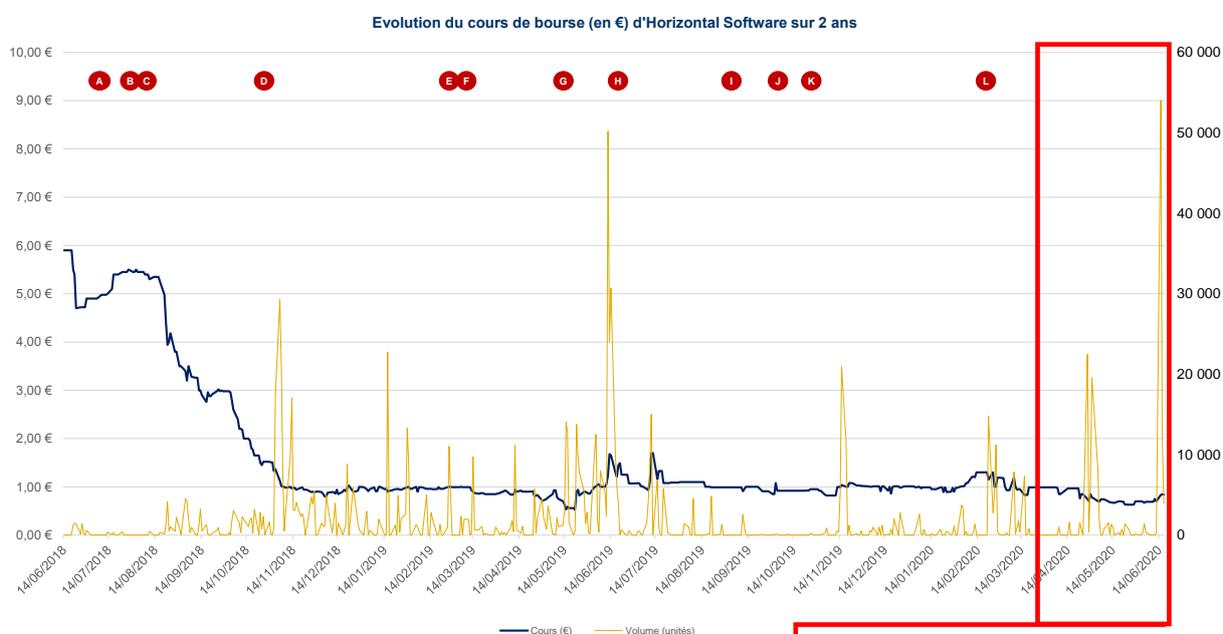
Nous présentons néanmoins en annexe de ce rapport les transactions que nous avons analysées ainsi que leurs multiples de valorisation lorsque les informations sont disponibles.

4.2. METHODES RETENUES

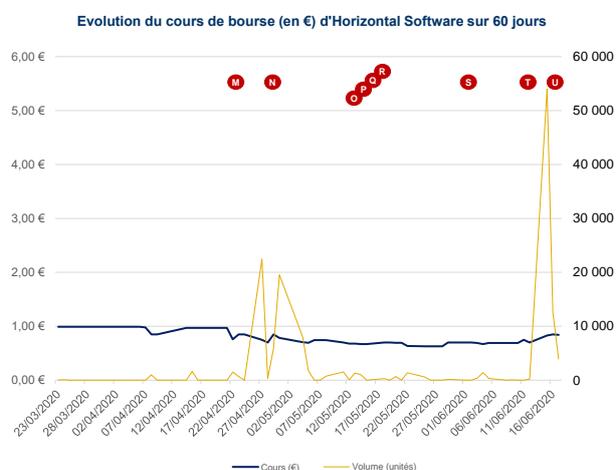
4.2.1. COURS DE BOURSE

Les actions de la société Horizontal Software (ticker : ALHSW, code ISIN : FR0013219367) sont cotées sur Euronext Growth Paris.

Le graphique ci-dessous montre l'évolution du cours ainsi que le volume d'actions échangées et les événements majeurs ayant pu avoir une incidence sur le cours de bourse sur une période de deux ans (période du 14 juin 2018 au 17 juin 2020) :



Source : S&P Capital



Légende	Date	Evènements	Catégorie
U	17-juin-2020	Publication d'une pré-offre auprès de l'AMF	Stratégie
T	12-juin-2020	Annonce du franchissement du seuil de 50% du capital par HSW Développement	Stratégie
S	2-juin-2020	Publication du compte-rendu de l'AGM	Stratégie
R	18-mai-2020	Publication du rapport annuel 2019	Performance
Q	15-mai-2020	Annonce de la nomination d'un expert indépendant	Stratégie
P	14-mai-2020	Publication du chiffre d'affaires du T1 2020	Performance
O	13-mai-2020	Accord transactionnel avec EHGO	Stratégie
N	30-avr.-2020	Publication des résultats 2019	Performance
M	24-avr.-2020	Projet d'acquisition par Extens	Stratégie
L	20-févr.-2020	Publication du chiffre d'affaires 2019	Performance
K	31-oct.-2019	Publication des résultats semestriels 2019	Performance
J	3-oct.-2019	Augmentation de capital de 0,35 m€ (1 € par action)	Financement
I	10-sept.-2019	Publication du chiffre d'affaires du S1 2019	Performance
H	20-juin-2019	Evolution de la gouvernance	Stratégie
G	14-mai-2019	Publication des résultats 2018	Performance
F	12-mars-2019	Augmentation de capital de 0,46 m€ (1 € par action)	Financement
E	25-févr.-2019	Publication du chiffre d'affaires 2018	Performance
D	31-oct.-2018	Publication des résultats semestriels 2018	Performance
C	1-août-2018	Publication du plan stratégique	Stratégie
B	27-juil.-2018	Financement par émission d'OCEANE de 2,0 m€	Financement
A	12-juil.-2018	Publication du chiffre d'affaires du S1 2018	Performance

Analyse des cours de bourse à la première date d'annonce du projet d'Offre le 24 avril 2020 :

Entre juillet 2018 et novembre 2018, le cours connaît une chute majeure de 5 € à 1 €, provoquée par l'émission d'Océanes avec BSA attachés réservée à Alpha Blue Océan pour un montant de 2,0 m€ (financement participant à un plan d'équilibre d'exploitation prévu au 4^{ème} trimestre 2018) et la publication d'un plan stratégique mettant en évidence les difficultés financières de la Société pour atteindre l'équilibre d'exploitation. Le plan stratégique expose des difficultés opérationnelles nécessitant un changement de cap avec un recentrage de l'activité sur les offres SaaS génératrices de revenus.

Sur la dernière année précédant la date de l'annonce du projet, le cours a oscillé entre 0,50 € le 15 mai 2019 et 1,85 € le 14 juin 2019 avec une moyenne pondérée par les volumes de 1,10 €.

Cette période est caractérisée par la mise en œuvre de restructurations stratégiques (cf. § 3.5 Evolution de la performance) notamment la réduction de l'effectif, le changement de gouvernance avec l'arrivée de M. Jean Mounet à la Présidence du Conseil d'Administration (pic du cours le 20/07/2019), la poursuite de difficultés opérationnelles et de financement, signalée dans les comptes de l'exercice clos le 31/12/2018 (notamment la mention du litige avec EHGO), et justifiant les augmentations de capital successives intervenues en 2019. La publication du chiffre d'affaires 2019, en février 2020, fait état de l'amélioration de l'activité opérationnelle. Aucun communiqué n'a porté sur les impacts de la crise Covid-19.

Malgré une hausse des volumes échangés sur la dernière année analysée, ces derniers restent limités : 1 753 titres ont été échangés en moyenne par jour pour un montant moyen de 1,9 k€ échangé par séance de bourse. Par ailleurs, la Société a mis fin le 9 décembre 2019 au contrat de liquidité conclu le 9 décembre 2016 avec Invest Securities.



Le tableau suivant présente le cours moyen pondéré d'Horizontal Software sur différentes périodes de référence et le volume d'actions échangées correspondant à la date d'annonce du projet d'Offre, le 24 avril 2020 :

Source : S&P Capital IQ

Au 24 avril 2020	Spot	1 mois (20 jours)	3 mois (60 jours)	6 mois (120 jours)	9 mois (180 jours)	1 an
Cours moyen pondéré par les volumes (€)	0,85	0,84	1,01	1,00	1,00	1,10
Prime / Décote induite par l'Offre	22,4%	23,9%	3,1%	3,9%	4,0%	-5,7%
Cours le plus haut (€)	-	0,99	1,30	1,30	1,30	1,85
Cours le plus bas (€)	-	0,76	0,715	0,715	0,715	0,50
Volume moyen quotidien	-	241	1 136	1 056	765	1 753
Volume max	-	1 620	14 760	20 940	20 940	50 190
Volume cumulé	-	4 820	68 180	126 690	137 710	448 720
Nb de jours avec échanges	-	5	35	67	84	143
Nb de jours de négociations	-	20	60	120	180	256
Pourcentage de jours avec échanges	-	25%	58%	56%	47%	56%

Au cours des douze derniers mois analysés, le cours moyen pondéré par les volumes (CMPV) de l'action Horizontal Software a évolué au sein d'une fourchette comprise entre 0,84 € et 1,10 €. Selon l'horizon retenu pour le calcul des moyennes pondérées de cours, le Prix d'Offre fait ressortir cinq primes dont la maximale est de +23,9% (par rapport au CMPV 1 mois) et une décote s'élevant à -5,7% (par rapport au CMPV 1 an).

Dès lors que tous les jours de bourse ne donnent pas lieu à des transactions, nous avons également déterminé le cours moyen pondéré par les volumes de l'action Horizontal Software en prenant en compte uniquement les 60 jours de négociation avec échanges. Le cours pondéré à « 60 jours » s'élève à 1,00 € (période de calcul allant jusqu'au 20 novembre 2019), soit une prime de 4,4%, en ligne avec l'approche retenue.

Pour mémoire, dans la foulée de son introduction en Bourse, la Société a conclu un contrat de liquidité avec la société de Bourse Invest Securities. Entre le 31 décembre 2016 et le 9 décembre 2019, le nombre d'actions figurant au compte de liquidité était compris aux échéances semestrielles et annuelles de communication, dans une fourchette allant de 8 808 actions à 22 276 actions. L'animation était donc limitée comme le démontre le niveau très faible des échanges au second semestre 2019. Horizontal Software a annoncé avoir mis fin au contrat de liquidité avec une prise d'effet de la résiliation au 9 décembre 2019.

A titre d'information complémentaire, sur la base d'un flottant représentant 39,0% du capital (cf. § 3.3 Répartition de l'actionnariat actuel et potentiel), près de 38% des volumes de titres ont été échangés au cours des douze derniers mois précédant l'annonce du projet d'Offre :

Au 24 avril 2020	1 mois	60 jours	120 jours	180 jours	1 an
Volume échangé cumulé	4 820	68 180	126 690	137 710	448 720
Rotation du flottant (%)	0,4%	5,8%	10,7%	11,7%	38,0%
Rotation du capital (%)	0,2%	2,3%	4,2%	4,5%	14,8%

Rotation du flottant (années)	2,6 ans
Rotation du capital (années)	6,7 ans

Analyse des cours de Bourse à la date de pré-offre, le 17 juin 2020 :

A la suite de l'annonce du projet d'Offre le 24 avril 2020, le cours d'Horizontal Software a connu une décroissance pour s'établir à 0,70 € au 12 juin 2020 (date d'annonce de la confirmation de l'intention de déposer un projet d'OPAS-RO à un prix de 0,85 € par action). Les volumes enregistrés sur les cinq jours de bourse suivant l'annonce du projet d'Offre se sont élevés au total à 56 310 unités avec un pic à 22 470 unités.

Entre la date d'annonce de l'opération envisagée et la date de pré-offre (le 17 juin 2020), des évènements susceptibles d'avoir eu un impact sur les cours sont intervenus :

- Publication du rapport financier annuel de l'exercice clos au 31 décembre 2019, le 30 avril 2020 ;
- Assemblée générale de la société, le 2 juin 2020, au cours de laquelle a été approuvée l'augmentation de capital dilutive à un prix de 0,5 € par action et marquant l'entrée au capital d'Extens ;



- Confirmation le 12 juin 2020, dans un communiqué, de l'intention de la Société de déposer un projet d'OPAS-RO au prix de 0,85 euros par actions le 12 juin 2020.

Entre le 12 juin 2020 et le 17 juin 2020 (date de pré-offre), le cours a augmenté pour se rapprocher de 0,85 €. A la suite de la pré-offre le 17 juin 2020, le cours d'Horizontal Software s'est stabilisé autour du prix annoncé de 0,85 € par action. Le cours a connu un pic d'échange de 54 030 unités le 15 juin 2020, volume le plus important connu. Les volumes enregistrés sur les cinq jours de bourse suivant la pré-offre se sont élevés au total à 12 880 unités avec un pic à 6 030 unités.

Le tableau suivant présente le cours moyen pondéré d'Horizontal Software sur différentes périodes de référence et le volume d'actions échangées correspondant à la date d'annonce de la pré-offre, le 17 juin 2020 :

Au 17 juin 2020	Spot	1 mois (20 jours)	3 mois (60 jours)	6 mois (120 jours)	9 mois (180 jours)	1 an
Cours moyen pondéré par les volumes (€)	0,84	0,82	0,78	0,86	0,89	0,96
Prime / Décote induite par l'offre	23,8%	26,3%	33,1%	21,4%	17,5%	8,2%
Cours le plus haut (€)	-	0,90	0,99	1,30	1,30	1,70
Cours le plus bas (€)	-	0,63	0,62	0,62	0,62	0,62
Volume moyen quotidien	-	3 757	2 398	1 782	1 479	1 362
Volume max	-	54 030	54 030	54 030	54 030	54 030
Volume cumulé	-	75 130	143 850	213 780	266 300	340 050
Nb de jours avec échanges	-	11	31	70	97	132
Nb de jours de bourse	-	20	60	120	180	256
Pourcentage de jours avec échanges	-	55%	52%	58%	54%	52%

Selon l'horizon retenu pour le calcul des moyennes pondérées de cours, le Prix d'Offre fait ressortir des primes comprises dans une fourchette entre +8,2% (par rapport au CMPV 1 an) et +33,1% (par rapport au CMPV 3 mois).

Entre la date de pré-offre (le 17 juin 2020) et la date d'annonce du relèvement du prix de l'Offre (le 4 septembre 2020), le cours de l'action est resté stable à environ 0,84 € pour atteindre 0,81 € le 4 septembre 2020, offrant un niveau de prime de 24% à cette date.

Appréciation de la référence au cours de bourse :

Au regard des éléments présentés ci-avant, et bien que la liquidité et la rotation du flottant soient limitées, le cours de Bourse de l'action Horizontal Software, est un indicateur pertinent de valeur, jusqu'à la date des annonces de l'entrée au capital d'Extens et du projet d'Offre suivi d'un retrait obligatoire, le 24 avril 2020, que nous retenons dans la présente évaluation multicritères.

Les évènements à partir de l'annonce du projet d'offre, le 24 avril 2020, ont d'abord impacté à la baisse le cours avant un alignement progressif vers le prix de 0,85 €. Cette baisse est à la fois rationnelle (effet dilutif de l'augmentation de capital réalisée à 0,50 € par action) et irrationnelle (l'entrée au capital renforce substantiellement les capitaux propres et permet la sortie du litige EGHO, l'annonce d'une opération de marché peut induire des anticipations sans lien avec les fondamentaux de la société).

Conformément à l'article 233.3 du RG AMF, nous constatons le prix de l'Offre de 1,04 € est supérieur à la moyenne pondérée des cours des 60 jours de négociation précédant la date de pré-offre, faisant apparaître une prime de 33,1% par rapport à cette moyenne. Nous soulignons qu'il existe également une prime, certes d'un niveau limité à 3,1%, à la date de première annonce de l'Offre, le 24 avril 2020.

4.2.2. ACTUALISATION DES FLUX DE TRESORERIE (DCF)

La méthode des DCF consiste à déterminer la valeur intrinsèque d'une entité par l'actualisation des flux de trésorerie disponibles issus de son plan d'affaires à un taux qui reflète la rentabilité exigée par le marché pour ce type d'entité, en tenant compte d'une valeur de sortie, ou d'une valeur terminale, à l'horizon de ce plan d'affaires.



Cette méthode est pertinente d'une part parce qu'elle est adaptée aux sociétés ayant un historique de perte récente dès lors qu'elle extériorise la valeur attribuable aux perspectives futures, et d'autre part, parce qu'elle reflète le modèle économique propre à la société en s'appuyant notamment sur l'ensemble des informations permettant la mise en œuvre de la stratégie.

4.2.2.1. Revue du plan d'affaires 2020-2022

Initialement, le plan d'affaires a été réalisé en décembre 2019 et retravaillé courant avril afin de prendre en compte les impacts liés à la Covid-19.

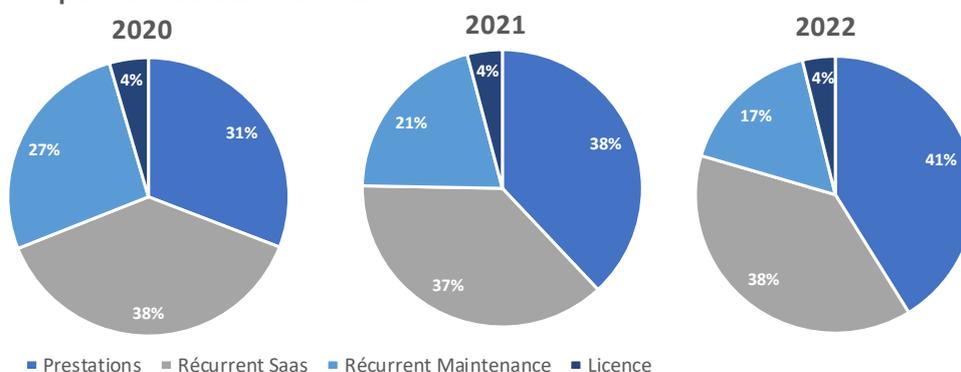
Ce plan d'affaires a été validé par le Conseil d'administration du 23 juillet 2020, étant rappelé que seuls les administrateurs indépendants ont pris part au vote. Il est identique à celui annexé au Protocole d'investissement du 24 avril 2020 avec Extens.

Les impacts de la crise sanitaire liée au Covid-19, détaillés au § 3.8, peuvent se résumer par la constatation d'impacts négatifs ponctuels sur la performance du troisième trimestre, suivis d'une reprise progressive jusqu'à la fin de l'exercice 2020, et entraînant par ailleurs un décalage d'une année des prévisions de la période 2020 à 2022. Le retour à l'équilibre d'exploitation, initialement prévu en 2021, est désormais positionné en 2022. Aucune hypothèse n'a été retenue concernant une éventuelle reprise épidémique à la fin de l'année 2020 ou au cours des périodes suivantes.

Le plan d'affaires ne tient pas compte d'aucune des synergies éventuelles avec l'Initiateur (en particulier l'acquisition de clients prescrits par Extens).

Le plan d'affaires 2020-2022 ne prévoit pas d'évolutions significatives de la répartition du chiffre d'affaires, la transition du modèle économique d'un mode licence Client-Serveur vers un modèle Cloud-Saas perdure. Aucune opération de croissance externe n'est prise en compte dans ce plan d'affaires.

Répartition du chiffre d'affaires



Sur la période 2020-2022, le plan d'affaires prévoit une augmentation annuelle moyenne d'environ 25% du chiffre d'affaires.

Cette hausse s'explique principalement par le chiffre d'affaires prestations porté par le recrutement de nouveaux consultants afin de faire face à l'évolution du carnet de commandes en hausse de 25% par an. Les hypothèses structurantes sont au nombre de deux, à savoir le taux journalier moyen et le nombre de jours facturables. Ces deux hypothèses sont fixes sur l'horizon du plan d'affaires.

Le chiffre d'affaires récurrent Saas qui suit logiquement la même dynamique (hausse annuelle de 26%) est également impacté par une hypothèse d'accroissement des prises de commande et par une hypothèse de taux de perte de clients (« churn ») cohérente avec l'historique.



Concernant les revenus provenant du modèle économique en mode licence Client-Serveur, les clients historiques ne se voient pas contraints de migrer vers le nouveau modèle. Il en résulte une légère baisse du chiffre d'affaires récurrent maintenance sur l'horizon du plan d'affaires compte tenu d'une hypothèse de taux de « churn » limité. Le chiffre d'affaires Licence croit à un taux annuel stable de 15%, cohérent avec l'historique.

Le principal coût correspond aux charges de personnel. Ce poste de coût est en augmentation constante sur l'horizon du plan d'affaires en cohérence avec la hausse des effectifs nécessaires pour gérer l'évolution haussière à moyen terme du carnet de commandes. Ce poste est principalement composé des salaires qui augmentent de manière conjointe avec la hausse des effectifs. En 2020, aucune embauche n'est prévue du fait de la pandémie Covid-19 puis les effectifs augmentent significativement en 2021 et 2022 en cohérence avec les honoraires de recrutement engagés à partir de 2020. Les autres charges de personnel diminuent en 2020 du fait de la prise en compte d'un impact Covid-19 sur 2 mois puis augmentent par application d'un taux de revalorisation annuel de 2%. La proportion de ce poste par rapport au chiffre d'affaires est en constante diminution sur l'horizon du plan d'affaires.

Les autres achats et charges externes augmentent en 2020 à la suite de coûts ponctuels d'affacturage dans le contexte Covid19.

Le management prévoit un niveau de marge d'EBITDA négatif en 2020 causé par la diminution du chiffre d'affaires et la structure de coûts impactés notamment par les effets de la Covid19. L'EBITDA est légèrement positif en 2021 du fait de coûts prévus sur 2020 non renouvelés (honoraires de bourse et factor). Le management prévoit un retour à l'équilibre en 2022 avec un taux d'EBITDA à 12%. L'amélioration de la marge d'EBITDA en 2022 est cohérente avec la diminution des charges de personnel par rapport au chiffre d'affaires.

Par ailleurs, le plan d'affaires a été élaboré en s'appuyant sur l'hypothèse d'une continuité de l'exploitation. Nos analyses ont permis de mettre en évidence le profond déséquilibre de la structure financière qui s'aggrave notamment depuis 2017, la portée insuffisante des augmentations de capital réalisées depuis 2016, l'augmentation des retards de paiement, la difficulté de la recherche d'investisseurs, en particulier dans le contexte de la crise sanitaire liée à la Covid19 qui a éloigné les perspectives de retour à l'équilibre d'exploitation et augmente les risques de ne pas pouvoir faire face aux échéances à très court terme.

4.2.2.1. Hypothèse de continuité de l'exploitation

Nous avons retenu l'hypothèse de la continuité de l'exploitation pour la réalisation de nos travaux et la détermination des paramètres de l'évaluation, notamment le taux d'actualisation et le taux de croissance à l'infini. La valeur qui résulte de cette approche DCF doit donc être interprétée comme une valeur haute, favorable aux actionnaires minoritaires.

4.2.2.2. Extrapolation des données

Si les prévisions du management sur la période 2020-2022 visent des objectifs globaux raisonnables (en retenant l'hypothèse de continuité d'exploitation), nous avons estimé nécessaires de prolonger les données prévisionnelles pour refléter les tendances résultant de nos analyses.

Afin de prendre en compte sur une année complète l'effet des recrutements réalisés en 2022 et de pouvoir modéliser l'éventuelle poursuite de la croissance des effectifs, nous avons prolongé l'horizon du plan d'affaires de deux années. L'effet prix n'a pas été impacté avec la conservation d'une hypothèse de taux journalier moyen conforme à celle de l'horizon 2020-2022. Ces éléments concernent à la fois les chiffres d'affaires prestations et récurrent Saas.

Pour ce qui a trait à l'ancien modèle économique, nous avons retenu une hypothèse de taux de « churn » plus importante que celle de l'horizon 2020-2022 pour le chiffre d'affaires récurrent maintenance et une croissance plus limitée pour le chiffre d'affaires licence.

La modélisation de la structure de coûts du plan d'affaires a été conservée avec une prééminence des charges



de personnel. La marge d'EBITDA est ainsi en nette amélioration à 19% du fait d'économies d'échelles permises par la hausse du chiffre d'affaires supérieure à la hausse des charges de personnel.

Les dotations et amortissements sont stables sur l'horizon 2020-2024. Le montant de dotations et amortissements fixe a été retenu au regard des dotations et amortissements historiques.

Nous avons retenu une hypothèse de BFR en jours de chiffres d'affaires en ligne avec des délais d'usage.

Le niveau d'investissements retenu correspond au montant des dotations et amortissements sur immobilisations corporelles, constituant le montant d'investissement nécessaire au renouvellement des infrastructures. Pour mémoire, la société ne capitalise aucune dépense de recherche et développement, l'ensemble des coûts de développement sont intégrés dans les charges de chaque période.

Les taux d'impositions retenus correspondent aux taux d'impositions définis par la Loi de Finances 2020.

A noter que la mise en œuvre de la clause de retour à meilleure fortune relative à l'abandon de créance consenti par Truffle Capital, se traduirait par une charge à partir de 2022, qui n'a pas été intégrée dans les flux. Cette hypothèse est favorable à une valorisation haute.

4.2.2.3. Flux normatifs et valeur terminale

Au-delà de l'horizon du plan d'affaires, les hypothèses suivantes ont été retenues pour déterminer les flux normatifs.

Détermination du flux normatif

Le flux normatif est déterminé à partir de la moyenne du taux de marge d'Ebitda observé sur l'horizon du plan d'affaires et de sa prolongation de 2023 à 2024, soit 10%. Ce niveau correspond à celui qui serait atteint au cours du 3^{ème} trimestre l'année 2022 dans le plan d'affaires de la Société, en retenant une hypothèse de croissance linéaire de la performance annuelle.

Compte tenu de l'importance des déficits fiscaux, supérieurs à 23 m€ à fin 2019, nous avons appliqué les règles d'imputation sur l'horizon du plan d'affaires et de la prolongation du plan d'affaires. Après un travail de rationalisation de l'économie d'impôts au-delà de cette période, nous avons fait le choix d'intégrer cet élément en déduction de l'endettement financier net. Le flux normatif est ainsi soumis à un impôt théorique au taux projeté de 25%.

Variation de BFR

Une variation de BFR normative, d'une amplitude limitée, a été prise en compte dans le flux normatif. Le niveau de BFR résulte de l'application de délais de paiement courants.

Investissement et amortissement normatifs

Compte tenu de l'intensité capitalistique limitée de l'activité, les montants d'investissements normatifs retenus correspondent aux montants estimés des investissements de renouvellement. Le montant de l'amortissement normatif a été fixé à un montant égal à l'investissement normatif.

Valeur terminale et taux de croissance à l'infini

La valeur terminale est calculée par capitalisation à l'infini des flux normatifs au taux d'actualisation diminué du taux de croissance à l'infini.

Un taux de croissance à l'infini de 1,5% a été retenu.



A titre d'information, la Société retient un taux de croissance à l'infini de 1,9% pour la réalisation de ses tests annuels des valeurs d'immobilisations incorporelles.

4.2.2.4. Date d'évaluation

L'évaluation de l'action Horizontal Software est effectuée sur la base des comptes consolidés de l'exercice clos le 31 décembre 2019. La date que nous avons retenue pour la réalisation de nos travaux d'évaluation est le 30 avril 2020, date de fin de mois la plus proche de la première annonce de l'Offre le 24 avril 2020. Les données boursières et les paramètres retenus pour la détermination des taux d'actualisation ont donc été calculés à cette date.

4.2.2.5. Taux d'actualisation

Le taux d'actualisation retenu s'élève à 12,92%. Ce taux a été déterminé selon la méthode du coût moyen pondéré du capital (CMPC). La formule appliquée peut se résumer de la façon suivante :

$$\text{Taux d'actualisation} = \frac{(\text{coût du capital} \times \text{capitaux propres}) + (\text{coût de la dette} \times \text{dettes})}{\text{Capitaux propres} + \text{dettes}}$$

Le coût du capital a été déterminé par application du modèle d'évaluation des actifs financiers (MEDAF) auquel a été ajoutée une prime spécifique.

$$\text{Coût du capital} = \text{taux sans risque} + (\text{prime de marché} \times \text{beta}) + \text{primes spécifiques}$$

Taux sans risque et prime de risque de marché

Le taux sans risque retenu est de 0,30% et correspond à la moyenne deux ans du taux TEC 10, calculée à fin avril 2020 (source : Banque de France). Ce taux reflète le rendement actuariel d'une valeur du Trésor sur un horizon de 10 ans.

La prime de risque de marché s'élève à 6,2% et correspond à la moyenne des primes sur deux ans telles qu'elles sont calculées par IDMidCaps à partir d'un échantillon d'entreprises françaises cotées dont la capitalisation est inférieure à 1,5 Md€.

Coefficient bêta

Le coefficient bêta retenu est de 1,17 et correspond à la médiane des bêtas d'un échantillon de sociétés cotées opérant au sein du secteur de l'édition de logiciels.

A noter que seuls les bêtas des sociétés disposant d'un coefficient de corrélation R² supérieur à 30% ont été jugés pertinents et donc retenus pour la détermination du bêta médian.

La pondération des dettes financières par rapport aux capitaux engagés s'élève à environ 10% et correspond à la moyenne sectorielle observée.

Société	Pays	Coefficient R2	Bêta désendetté
Cegedim SA	France	48,3%	0,70
Ceridian HCM Holding Inc.	United States	34,7%	1,16
Workday, Inc.	United States	38,9%	1,13
Paycom Software, Inc.	United States	38,2%	1,22
Cornerstone OnDemand, Inc.	United States	67,5%	1,42
Automatic Data Processing, Inc.	United States	81,4%	1,19
	Médiane	43,6%	1,17
	Moyenne	51,5%	1,14

Source : S&P Capital IQ



Prime spécifique

Une prime de risque spécifique de 5,6% a été retenue au regard de la taille de la société. Ce niveau de prime spécifique de taille est cohérent avec les indications des approches académiques telles qu'elles ressortent de l'étude sur la prime « CRSP Decile Size Premium Study » (in Valuation handbook, Duff & Phelps).

Il convient de souligner que cette prime ne tient pas compte de la situation financière dégradée de la Société et le risque pesant sur son financement, voire sa pérennité, avant la date de l'annonce de la prise de contrôle par Extens. La prise en compte de ce risque de continuité aurait très certainement conduit à un taux d'actualisation plus élevé. De même la prime n'intègre pas (pas plus que dans les flux de trésorerie prévisionnels) l'impact d'une éventuelle nouvelle pandémie en 2021. Ces éléments ont un impact positif sur la valeur.

A titre d'information, la Société applique un taux d'actualisation de 12,5% pour la réalisation de ses tests annuels des valeurs d'immobilisations incorporelles.

4.2.2.6. DCF : résultats obtenus et calculs de sensibilité

Sur la base des paramètres retenus et de l'hypothèse de continuité d'exploitation, la valeur d'entreprise de la société Horizontal Software ressort à 6 558 k€. Après prise en compte des éléments permettant le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres, (cf. supra § 3.8), cette dernière s'élève à 2 492 k€.

En k€	Valeur basse	Valeur centrale	Valeur haute
Valeur d'entreprise	6 362	6 558	6 769
Ajustement de la valeur d'entreprise	-4 066	-4 066	-4 066
<i>Endettement net</i>	-4 197	-4 197	-4 197
<i>Immo° financières au 31/12/2019</i>	131	131	131
Valeur des capitaux propres	2 295	2 492	2 702
Nombre d'actions	3 027 290	3 027 290	3 027 290
Valeur par action (en €)	0,76	0,82	0,89

La valeur par action atteint 0,82 €. Les valeurs basses et hautes sont issues de l'analyse de sensibilité globale aux paramètres financiers (cf. infra).

Le tableau de sensibilité suivant illustre la fourchette de valeurs obtenues lorsque les principales hypothèses de modélisation sont modifiées.

Sensibilité globale : taux d'actualisation et taux de croissance à l'infini

Dans cette approche, les paramètres de toutes les activités sont ajustés dans des proportions identiques.

Les sensibilités à une variation de +/- 0,25% de taux d'actualisation et de +/- 0,15% du taux de croissance à l'infini sont présentées ci-après :

k€		Taux de croissance à l'infini				
		1,20%	1,35%	1,50%	1,65%	1,80%
Taux d'actualisation	13,42%	0,70	0,71	0,73	0,74	0,76
	13,17%	0,74	0,76	0,77	0,79	0,81
	12,92%	0,79	0,81	0,82	0,84	0,86
	12,67%	0,84	0,86	0,87	0,89	0,91
	12,42%	0,89	0,91	0,93	0,95	0,97

Si nous n'avions pas retenu l'hypothèse de la continuité de l'exploitation, nous aurions appliqué à minima une prime spécifique significative sur le taux d'actualisation et a maxima un taux de croissance à l'infini nul ou négatif. A titre illustratif, avec un taux d'actualisation de 15% et un taux de croissance à l'infini nul, la valeur par actions s'élèverait alors à 0,37 €, c'est-à-dire une prime de 181% par rapport au prix de l'Offre.



A titre informatif, compte-tenu de la période longue entre la date de première annonce de l'opération et la date de dépôt de l'Offre, nous avons également simulé le calcul du taux d'actualisation au 31 août 2020. Le taux d'actualisation aurait été en hausse de 30 points de base et la valeur par action se serait élevée à 0,76 €.

Ainsi, l'approche DCF que nous avons mise en œuvre extériorise une fourchette haute de valorisation, favorable aux actionnaires minoritaires.

4.2.3. REFERENCE AU PRIX DES OPERATIONS ET TRANSACTION INTERVENUES SUR LE CAPITAL EN 2020

Le 24 avril 2020, Extens (ou toute filiale qui lui serait substituée, en l'occurrence l'Initiateur), a présenté son projet d'investissement dans Horizontal Software se matérialisant par une augmentation de capital réservée, avec suppression du droit préférentiel de souscription, pour un montant total de 4.250 k€ à un prix de souscription de 0,50 € par action. L'augmentation correspondante de capital a été constatée par la Directrice Générale le 11 juin 2020.

L'entrée au capital d'Extens fait suite à un processus de négociation et la mise en œuvre de due diligences au cours de la période de confinement lié à la crise de la Covid-19.

Pour mémoire, cette valeur de 0,50 € par action a également servi de référence pour l'augmentation de capital de 144 k€ constatée le 11 juin 2020 et réservée à Monsieur Jean Mounet, Président du Conseil d'administration.

4.2.4. METHODE DES COMPARABLES BOURSIERS

La méthode des comparables boursiers est une méthode dite analogique permettant d'évaluer une société en lui appliquant des multiples, d'un échantillon de sociétés cotées opérant au sein d'un secteur d'activité comparable, calculés sur des agrégats financiers anticipés.

Détermination et composition de l'échantillon

▪ Echantillon écarté

Nous avons procédé à une première analyse des sociétés cotées présentes sur des activités d'édition de logiciels HCM et avons notamment identifié les sociétés suivantes :

- Pure-player : Automatic Data Processing, Ceridian HCM, Cornerstone OnDemand, Paycom Software et Workday;
- Autres acteurs : Esker, Pharmagest Interactive, Sopra Steria Group et Talend.

Nos analyses des caractéristiques financières et opérationnelles nous ont conduits à écarter in fine ce premier échantillon pour les raisons suivantes :

- Taille : compte tenu de la taille restreinte d'Horizontal Software par rapport aux sociétés cotées citées dont la capitalisation boursière est comprise entre 600 m€ et 32 000 m€, nous avons privilégié des sociétés cotées dont la capitalisation boursière est inférieure à 500 m€ ;
- Rentabilité : depuis sa création Horizontal Software n'a jamais dégagé une marge d'EBITDA positive contrairement aux sociétés cotées citées dont le niveau moyen de marge d'EBITDA s'élève à environ 20% ;
- Diversification des activités : la plupart des sociétés composant l'échantillon interviennent également sur la thématique paye, ce qui n'est pas le cas pour Horizontal Software ;
- Présence géographique : Horizontal Software est présent quasi exclusivement en France lorsque les sociétés composant les échantillons opèrent internationalement ;
- Clientèle adressée : les sociétés cotées disposent d'un portefeuille clients davantage diversifié sectoriellement.

Une description des sociétés écartées est présentée en [annexe 7](#).



▪ **Echantillon retenu**

Nous avons identifié un échantillon de 5 sociétés cotées, construit selon deux critères :

- Activité : édition de logiciels ;
- Taille : sociétés ayant une capitalisation boursière inférieure à 500 m€.

Les sociétés composant l'échantillon retenu sont les suivantes :

- Cegedim, fondée en 1969, intervient notamment dans la conception de logiciels métiers destinés aux professionnels de santé et de l'assurance ;
- Dalet propose des logiciels numériques de gestion et de diffusion de contenus multimédias ;
- Itesoft est spécialisé dans les logiciels de digitalisation et d'automatisation des processus métier ;
- Linedata Services opère dans l'édition et l'intégration de progiciels destinés au secteur de la finance ;
- Generix conçoit des solutions SaaS dans le domaine de la Supply Chain.

Nous présentons en annexe 6 de ce rapport des descriptions détaillées des sociétés de cet échantillon.

Bien que partiellement comparables du fait de leur taille, de leur rentabilité, de leur niveau de diversification ou encore de leur présence géographique, les sociétés composant l'échantillon retenu paraissent néanmoins comme les références boursières les plus proches d'Horizontal Software.

Le tableau ci-dessous présente les caractéristiques opérationnelles des sociétés comparables retenues :

Société	Pays	Capitalisation boursière	CA 2019	EBITDA 2019	Marge d'EBITDA 2019
Cegedim SA	France	379	504	85	17%
Dalet S.A.	France	39	59	2	3%
Itesoft S.A.	France	14	24	1	5%
Linedata Services S.A.	France	153	170	42	25%
Generix SA	France	132	77	7	9%

Source : S&P Capital IQ, données en millions en devises locales, capitalisations boursières au 30/04/2020

Les taux de croissance du chiffre d'affaires et les taux de marge d'EBITDA pour la période 2020-2022 sont présentés ci-dessous :

Société	Taux de croissance du CA			Marge d'EBITDA		
	2019/2020	2020/2021	2021/2022	2020	2021	2022
Cegedim SA	3%	5%	3%	20%	21%	20%
Dalet S.A.	-3%	0%	nd	nd	nd	nd
Itesoft S.A.	0%	0%	1%	8%	10%	13%
Linedata Services S.A.	-3%	0%	2%	27%	27%	27%
Generix SA	4%	4%	6%	16%	13%	15%

Source : S&P Capital IQ



Multiples obtenus et choix des multiples

La valeur d'entreprise des sociétés composant notre échantillon est fondée sur :

- Le dernier endettement net disponible retraité de la dette IFRS 16 relative aux contrats de locations ;
- La dernière valeur connue des intérêts minoritaires ;
- Les capitalisations boursières déterminées sur la base des cours moyens 6 mois au 30 avril 2020.

Nous avons privilégié le multiple de valeur d'entreprise rapporté au chiffre d'affaires, favorable aux minoritaires dans le contexte d'un niveau négatif de l'Ebitda historique de la Société et en croissance sur l'horizon du plan d'affaires. En conséquence, les résultats de cette approche représentent des valeurs hautes qui ne tiennent pas compte de la situation actuelle de non-profitabilité de la Société. Nous avons conservé ces résultats favorables aux minoritaires et n'avons pas appliqué de décote arbitraire sur les résultats obtenus.

Nous avons écarté les multiples suivants :

- VE/EBITDA dès lors que la société n'a pas dégagé historiquement de marge d'EBITDA positive et dont le niveau est en croissance sur l'horizon du plan d'affaires ;
- VE/EBIT pour les mêmes raisons que le multiple VE/EBITDA. De plus, l'EBIT est un agrégat qui peut être influencé par les politiques d'amortissement différentes appliquées par les sociétés de l'échantillon, en particulier en matière de recherche et développement ;
- PER (Price to Earnings Ratio) compte tenu des écarts de structure financière entre les sociétés comparables et des éléments de résultats non courants qui peuvent affecter les résultats des sociétés.

Il ressort de notre échantillon, les multiples suivants :

Multiples observés	EV / CA		
	2020	2021	2022
MULTIPLES			
Generix SA	1,8 X	1,8 X	1,7 X
Cegedim SA	1,1 X	1,0 X	1,0 X
Dalet S.A.	0,7 X	0,7 X	n.d.
Itesoft S.A.	0,6 X	0,6 X	0,6 X
Linedata Services S.A.	1,4 X	1,3 X	1,3 X
Moyenne avant décote	1,1 X	1,1 X	1,1 X
Médiane avant décote	1,1 X	1,0 X	1,2 X

Source : SP Capital IQ

Application des multiples retenus

Les multiples médians 2020, 2021 et 2022 ont été appliqués aux données prévisionnelles du plan d'affaires. Une décote de taille de -10% a été appliquée compte tenu de la taille et de la liquidité restreinte d'Horizontal Software.



	CA		
	2020	2021	2022
Agrégats retenus	5 468,4	6 961,7	8 549,8
Valeur d'entreprise (EV) moyenne	6 101	7 582	9 718
Valeur d'entreprise (EV) médiane	5 877	7 134	9 933
VE induite <u>avant</u> décote	7 648		
Décote d'illiquidité/ taille :	-10%		
Valeur d'entreprise après décote	6 883		
Dette nette au 30/04/2020	-4 066,1		
Valeur des fonds propres décotée	2 817		
Nb d'actions	3 027 290		
Valeur par action	0,93 €		

Il ressort de l'application de la méthode des comparables boursiers une valeur centrale par action de 0,93 € comprise entre 0,78 € et 1,01 € par action. Compte tenu de la différence de taille avec les comparables boursiers et l'absence de prise en compte de la situation de pertes récurrente de la Société, nous considérons que la sensibilité de la valeur de l'action au niveau de décote doit davantage être appréhendée à la hausse.

k€		Niveau de décote			
		-15%	-12%	-10%	-8%
Multiple de chiffre d'affaires 2020	0,97 X	0,75	0,82	0,87	0,92
	1,02 X	0,78	0,85	0,90	0,95
	1,07 X	0,80	0,88	0,93	0,98
	1,13 X	0,83	0,91	0,96	1,01
	1,18 X	0,86	0,94	0,99	1,04

A titre informatif, compte-tenu de la période longue entre la date de première annonce de l'opération et la date de dépôt de l'Offre, nous avons mis en œuvre un calcul de valeur à partir des données de l'échantillon au 31 août 2020. La valeur par action obtenue par application de la méthode des comparables boursiers aurait été inférieure, soit 0,85 €, et par conséquent la prime supérieure.

Ainsi, l'approche par comparaison avec les sociétés cotées, que nous avons retenue, extériorise une fourchette haute de valorisation, favorable aux actionnaires minoritaires.

4.3. SYNTHÈSE DES TRAVAUX D'ÉVALUATION

Le graphique ci-dessous présente les valeurs de l'action (en €) ressortant de nos travaux de valorisation et les compare avec le Prix d'Offre de 1,04 €.

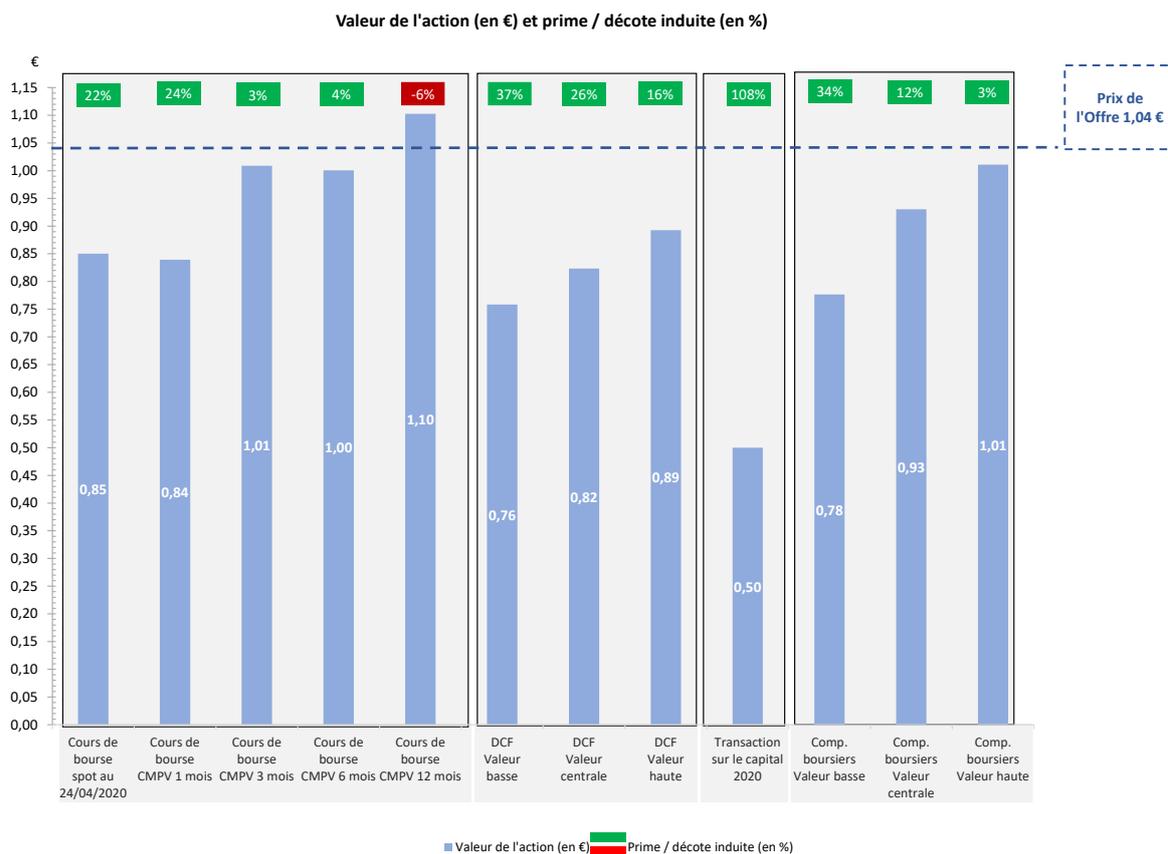
Notre analyse de la valeur de l'action Horizontal Software fait ressortir des valeurs de :

- 0,85 € (cours spot au 24/04/2020), à 1,01 € (cours moyen pondéré par les volumes sur une période de 60 mois à compter de la première date d'annonce du projet) pour la méthode du cours de bourse ;
- une valeur centrale de 0,82 € pour la méthode des flux de trésorerie actualisés (DCF), étant souligné que la fourchette de sensibilité met en évidence des valeurs par actions comprises entre 0,76 € et 0,89 € par action. La méthode intrinsèque DCF, considérée comme une valeur haute dans un contexte où Horizontal Software n'a pas affiché de résultat bénéficiaire depuis plus de trois exercices et en retenant dans les calculs une hypothèse de continuité d'exploitation, favorable aux actionnaires minoritaires ;



- une valeur des transactions 2020 sur le capital de la société de 0,50 € par action, nettement inférieure au prix de l'Offre ;
- une valeur centrale de 0,93 € pour la méthode des comparables boursiers, étant souligné que la fourchette de sensibilité met en évidence des valeurs par actions comprises entre 0,78 € et 1,01 € par action. L'approche, centrée sur un multiple de chiffre d'affaires, est très favorable aux actionnaires minoritaires puisque ce multiple ne reflète pas le niveau de sous-performance de la Société.

Le Prix d'Offre de 1,04 € par action dans le cadre de la présente Offre présente :



- pour le cours de bourse cinq primes dont la plus importante s'élève à 23,9% (par rapport au CMPV 1 mois) et une décote s'élevant à -5,7% (par rapport au CMPV 1 an) ;
- une prime de 26,3% sur la valeur centrale obtenue par la méthode des flux de trésorerie actualisés, selon notamment une hypothèse de continuité d'exploitation qui extériorise une valeur que nous considérons comme haute et donc favorable aux actionnaires minoritaires. L'amplitude de la fourchette résulte de la sensibilité des hypothèses retenues ;
- une prime significative de 108% par rapport à la transaction intervenue en 2020 sur le capital à l'occasion de l'entrée au capital d'Extens ;
- une prime de 11,8% sur la valeur centrale obtenue par la méthode des comparables boursiers. L'amplitude de la fourchette résulte de la sensibilité des hypothèses retenues. Cette approche, favorable aux minoritaires, ne reflète pas le niveau de sous-performance de la Société.



6. ANALYSE DES ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX D'OFFRE DES ACTIONS PAR LA BANQUE PRESENTATRICE

Nous avons effectué une revue des travaux d'évaluation réalisés par Euroland Corporate en qualité de conseil (la Société Conseil) de l'Initiateur, au côté de Banque Delubac & Cie, établissement présentateur de l'Offre, tels qu'ils nous ont été communiqués avant leur présentation au Conseil d'administration.

6.1. CHOIX DES METHODES D'EVALUATION

Les méthodes retenues par la Société Conseil sont comparables à celles appliquées dans nos travaux : cours de bourse, approche par l'actualisation des flux de trésorerie futurs, méthode des comparables boursiers ainsi que la référence à la valeur de transaction à titre indicatif. La Société Conseil partage l'analyse conduisant à exclure les méthodes de l'actif net comptable et de l'actualisation des dividendes futurs.

La date d'évaluation n'est pas communiquée. La trésorerie de référence retenue par Advolis est celle du 30 avril 2020 tandis que celle retenue par la Société Conseil est celle attendue au 31 décembre 2020. Le nombre d'actions retenu par Advolis diverge de celui retenu par la Société Conseil, qui considère le nombre d'action après augmentation du capital.

6.2. REFERENCE AU COURS DE BOURSE

La Société Conseil effectue son analyse à la fois par rapport au cours du 23 avril 2020, correspondant au dernier jour de cotation avant l'annonce de l'augmentation de capital avec HSW Développement et du potentiel retrait de cote, et par rapport au cours du 4 septembre 2020, correspondant au dernier jour de cotation avant publication du communiqué de suspension de cotation. La Société Conseil signale également les valeurs extrêmes observées sur 12 mois, mais ne les considère pas comme représentatives d'une valeur en synthèse.

Aucun écart observé sur les moyennes de cours établies par la Société Conseil et l'expert indépendant.

6.3. EXTRAPOLATION DES DONNEES PREVISIONNELLES DES PLANS D'AFFAIRES

La Société Conseil a fait, comme nous, le constat que les données prévisionnelles établies par le management à horizon 2022 ne fournissent pas une visibilité suffisante pour apprécier la valeur des activités.

Certaines modalités d'extrapolation des données prévisionnelles diffèrent de celles que nous avons mises en œuvre :

- Prolongation de 10 ans de l'ensemble du plan d'affaires jusqu'en 2029 ;
- Hypothèses d'évolution du chiffre d'affaires et du taux de marge d'EBITDA ;
- Choix d'un taux de BFR normatif négatif, étant rappelé qu'il n'existe pas de vision du BFR ajusté des retards de paiements et décalages d'échéances.



6.4. MISE EN ŒUVRE DE L'ACTUALISATION DES FLUX DE TRESORERIE

6.4.1. Taux d'actualisation

Un taux d'actualisation a été calculé selon la même méthodologie de référence, mais à partir de sources et d'hypothèses différentes de celles que nous avons retenues, à l'exception de l'hypothèse structurante de continuité de l'exploitation.

	Expert indépendant Source		Société Conseil Source	
Taux sans risque	TEC 10 ans - moyenne 2 an	0,30%	OAT 10 ans au 26/08/2020 - Banque de France	-0,16%
Prime marché	IdMidcaps	6,2%	n.d.	6,7%
Coeff. Beta	Echantillon	1,24	Echantillon	1,97
Prime sectorielle		7,68%		13,20%
Prime spécifique	Prime spécifique de taille	5,6%		
Coût du capital		13,57%		13,04%
Coût de la dette		5,0%		2,70%
Taux d'IS		25,0%		33,33%
Coût de la dette		3,75%		1,80%
CP / (D + CP)	Moyenne Echantillon Advolis, Damodaran Europe et Damodaran USA	93%	Prévision fin 2020	100%
D / (D + CP)		7%		0%
WACC		12,92%		13,04%

La Société Conseil ne propose pas de prime spécifique de taille. Elle considère une dette prévisionnelle à fin 2020 nulle, entraînant un taux d'actualisation égal au coût du capital.

6.4.2. Valeur terminale

La détermination des valeurs terminales fait également apparaître les différences suivantes :

- Le taux de croissance à l'infini a été fixé à 2% contre 1,5% dans nos travaux. Il reflète l'hypothèse sous-jacente de continuité d'exploitation, favorable aux minoritaires ;
- Le flux normatif est estimé à partir de taux de marge opérationnelle et BFR normatifs différents.

6.4.3. Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres

La valeur de la dette nette retenue par la Société Conseil diffère significativement de +4,8 m€ par rapport à celle que nous avons retenue. La Société Conseil a privilégié une valeur prévisionnelle à fin 2020 qui correspond à une trésorerie nette positive tandis que nous avons retenu la valeur de la dette au 30 avril 2020.

La valeur attachée aux déficits fiscaux est prise en compte dans la méthode DCF (absence d'impôts dans le calcul du flux normatif) mais n'est pas retenue dans l'approche par les comparables boursiers. Nous avons privilégié la prise en compte homogène de la valeur des déficits fiscaux entre les approches de valorisation mises en œuvre (ajustement à la baisse de la dette financière nette retenue dans nos calculs).

6.5. MISE EN ŒUVRE DE LA METHODE DES COMPARABLES BOURSIERS

La mise en place de la méthode des comparables boursiers par la Société Conseil est similaire à celle que nous avons effectuée.

La Société Conseil a identifié onze sociétés françaises spécialisées dans l'édition de logiciels. Cinq de ces sociétés constituent également l'échantillon retenu par Advolis composé de 5 comparables boursiers.

Les marges d'EBIT d'Horizontal Software étant négatives en 2020 et 2021 (de même pour la marge d'EBITDA 2020), la Société Conseil a choisi de valoriser Horizontal Software à partir de ses chiffres d'affaires 2020 et 2021



ainsi que de son EBITDA 2021. Seul le multiple du chiffre d'affaires a été retenu par Advolis dès lors que la société n'a pas dégagé historiquement de marge d'EBITDA positive et ne prévoit pas un taux de marge d'EBITDA cohérent avec les sociétés comparables avant 2022.

Une décote de taille de 10% en raison de la capitalisation de la société significativement inférieure à celle de ses comparables a été retenue par la Société Conseil et l'Expert Indépendant.

Deux approches ont été retenues par la Société Conseil :

- Une valorisation via l'intégralité de l'échantillon ayant conduit à une valeur de 0,81 € par action ;
- Une valorisation via un échantillon composé uniquement des sociétés avec une capitalisation boursière inférieure à 500 m€ (9 sociétés sur 11), ayant conduit à une valeur de 0,63 € par action.

La valorisation via l'échantillon retenu par Advolis a conduit à une valeur de 0,93 € par action avec une valeur basse de 0,78 € par action et une valeur haute de 1,01 € par action.

6.6. REFERENCE A LA VALEUR DE TRANSACTION

La Société Conseil présente à titre indicatif la valeur par action utilisée lors de l'augmentation de capital réservée avec suppression du droit préférentiel de souscription, pour un montant total de 4,25 millions d'euros, réalisée par HSW Développement.

Advolis considère cette valeur comme une valeur de référence.

6.7. SYNTHESE COMPARATIVE DES VALEURS

Valeur par action (en €)	Société Conseil			Expert indépendant		
	Valeur basse	Valeur centrale	Valeur haute	Valeur basse	Valeur centrale	Valeur haute
Cours de bourse						
Spot au 24/04/2020	-	0,85	-	-	0,85	-
CMPV 1 mois	-	0,84	-	-	0,84	-
CMPV 3 mois	-	1,01	-	-	1,01	-
CMPV 6 mois	-	1,00	-	-	1,00	-
CMPV 9 mois	-	1,00	-	-	-	-
CMPV 12 mois	-	1,10	-	-	1,10	-
Cours de bourse						
Spot au 04/09/2020	-	0,81	-			
CMPV 1 mois	-	0,81	-			
CMPV 3 mois	-	0,83	-		non retenu par l'expert indépendant dans son analyse	
CMPV 6 mois	-	0,80	-			
CMPV 9 mois	-	0,85	-			
CMPV 12 mois	-	0,88	-			
Méthode DCF	0,70	0,79	0,92	0,76	0,82	0,89
Comparables boursiers	0,63	-	0,81	0,78	0,93	1,01
Transactions sur le capital 2020	-	0,50	-	-	0,50	-



7. REMARQUES REÇUES D'ACTIONNAIRES

Nous n'avons pas reçu, directement ou indirectement, de remarques écrites d'actionnaires, et en particulier d'actionnaires minoritaires.

8. CONCLUSION SUR LE CARACTERE EQUITABLE DE L'OFFRE

Nous avons été désignés en qualité d'Expert Indépendant par le Conseil d'administration de la société Horizontal Software sur le fondement des articles 261-1 I. (alinéas 1°, 2° et 4°) et 261-1 II. du Règlement Général de l'AMF.

Notre mission consistait à nous prononcer sur le caractère équitable du prix offert par HSW Développement aux actionnaires d'Horizontal software dans le cadre de la procédure d'Offre Publique d'Achat Simplifiée (OPAS) initiée par la société HSW Développement, et suivie d'un retrait obligatoire (RO).

Concernant le prix de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée

L'Initiateur et les actionnaires agissant de concert rassemblent d'ores et déjà plus de 90% du capital et des droits de vote de la Société, si bien que la mise en œuvre de la procédure de retrait obligatoire est acquise dès l'ouverture de l'Offre.

En proposant un prix identique de 1,04 € par action pour l'OPAS et le RO, l'Initiateur place d'emblée les minoritaires dans la perspective d'une indemnisation, qu'ils apportent ou non leurs titres à l'OPAS.

Ainsi, le prix proposé pour l'OPAS n'a pas de signification indépendamment du prix proposé pour le retrait obligatoire. En conséquence, notre appréciation de ce prix est liée à celle que nous formulons pour le retrait obligatoire.

Concernant le prix de l'action proposé pour le Retrait Obligatoire

La présente Offre fait suite à l'entrée au capital d'HSW Développement, société placée sous la gestion d'Extens General Partner, à hauteur de 71,19 % du capital de la Société, par application des dispositions prévues à un Protocole d'investissement signé le 24 avril 2020 avec, d'une part, les fonds Truffle Capital, HIS1 et HIS2 et, d'autre part, le Président et la Directrice générale d'Horizontal Software. Les parties, agissant de concert, et ayant été rejoints par 21 autres salariés actionnaires, se sont engagées à ne pas apporter leurs actions dans le cadre de l'Offre et détiennent d'ores et déjà plus de 90% du capital et des droits de vote d'Horizontal software. HSW Développement a annoncé, dans ces circonstances, son intention de procéder au retrait obligatoire à la suite de la période d'Offre.

Nos travaux de valorisation multicritères se sont appuyés sur le cours de Bourse, dont la liquidité est cependant limitée, une valorisation intrinsèque déterminée à partir d'une actualisation des flux futurs de trésorerie (DCF), sur la valeur d'entrée au capital d'HSW Développement et enfin sur des valeurs analogiques issues de comparables boursiers.

Le tableau ci-après récapitule les fourchettes de valeurs de l'action Horizontal Software auxquelles nous parvenons ainsi que les primes et décotes extériorisées par le prix de 1,04 € par action, proposé dans le cadre de la présente Offre :



Synthèse des primes et décotes par rapport au prix de l'Offre			
		Valeur de l'action (en €)	Prime / décote induite (en %)
Prix de l'Offre		1,04	-
Cours de bourse (annonce projet 24 avril 2020)	Spot au 24/04/2020	0,85	22,4%
	Cours moyen pondéré 1 mois	0,84	23,9%
	Cours moyen pondéré 3 mois	1,01	3,1%
	Cours moyen pondéré 6 mois	1,00	3,9%
	Cours moyen pondéré 12 mois	1,10	-5,7%
DCF	Valeur basse	0,76	37,2%
	Valeur centrale	0,82	26,3%
	Valeur haute	0,89	16,5%
Transactions sur le capital 2020		0,50	108,0%
Comparables Boursiers	Valeur basse	0,78	33,9%
	Valeur centrale	0,93	11,8%
	Valeur haute	1,01	2,9%

Le contexte de l'Offre s'inscrit dans le contexte d'une situation financière dégradée d'Horizontal Software en raison de laquelle son horizon de visibilité est raccourci depuis plusieurs années. Une succession d'augmentations de capital, le recours à des financements privés et le soutien de l'ancien actionnaire de référence ont permis à Horizontal Software de faire face à ses échéances, sans pour autant rétablir l'équilibre structurelle de sa situation.

La survenance de la crise liée à la Covid-19 a dégradé la performance d'Horizontal Software et a conduit à réviser à la baisse les prévisions du plan d'affaires, augmentant encore les besoins de financement de la Société. Dans ces conditions, la continuité de l'exploitation aurait été vraisemblablement compromise sans l'entrée au capital de l'Initiateur, seul partenaire disposé à soutenir à court terme la société au mois d'avril 2020, dans le cadre du processus de recherche d'investisseur lancé par la Société depuis l'été 2019.

Le prix de l'Offre se situe par ailleurs au-dessus du cours de Bourse pondéré observé sur la période de 60 jours de négociation précédant la date de pré-offre du 17 juin 2020 (+33,1%) conformément à la référence donnée à l'article 233.3 du règlement général de l'AMF applicable pour les offres de retrait obligatoire. Nous nous sommes également assurés que le prix de l'Offre n'était pas inférieur à cette moyenne de cours de bourse calculée à la date de première annonce de l'opération le 24 avril 2020 (+3,1%).

Au-delà du respect du cadre défini pour ce type d'Offre, le prix proposé présente un caractère d'indemnité parce qu'il extériorise des primes, le plus souvent significatives, par rapport aux différentes approches de valorisation mises en œuvre.

- L'initiateur propose ainsi un prix de l'Offre qui extériorise une prime de 108%, largement supérieure à la valorisation de 0,50 € qu'il a retenu dans le cadre de son entrée au capital de la Société en juin 2020 ;
- La prime s'élève à 26,3% par rapport à la valeur centrale de la méthode intrinsèque DCF, considérée comme une valeur haute dans un contexte où Horizontal Software n'a pas affiché de résultat bénéficiaire depuis plus de trois exercices et en retenant dans les calculs une hypothèse de continuité d'exploitation, favorable aux actionnaires minoritaires ;
- Une prime de 11,8% est observable par rapport à la valeur centrale issue des comparables boursiers, appréciée à partir d'un multiple de chiffre d'affaires, très favorable aux actionnaires minoritaires, puisque ce multiple ne reflète pas le niveau de sous-performance de la Société ;
- Les primes sur les cours de Bourse calculées sur des périodes de 20 à 180 jours, sont comprises entre 3,1% et 23,9%, alors que la décote sur une période plus longue d'une année apparaît limitée. Les actionnaires minoritaires ne subissent toutefois pas de décote par rapport à une action dont la liquidité est limitée et dans les circonstances où la Société a été exposée à des difficultés majeures menaçant la continuité de son exploitation au printemps 2020.



Concernant les accords connexes

En outre, l'analyse des accords connexes et autres accords susceptibles d'avoir une influence sur le prix de l'Offre a permis de conclure qu'ils ne constituent pas des avantages et n'ont pas modifié les conditions de l'Offre.

Nous avons recommandé au Conseil d'administration de prévoir de délibérer spécifiquement sur chacun des accords connexes à l'Offre avant de se prononcer sur l'ensemble de l'Offre, étant précisé que les personnes intéressées ne prendraient pas part au vote.

Sur la base de ces analyses, nous sommes d'avis, à la date du présent rapport, que le prix de l'Offre de 1,04 € par action, est équitable, d'un point de vue financier, pour les actionnaires d'Horizontal Software au regard des risques supportés par les détenteurs de ces instruments, y compris dans le cadre du retrait obligatoire.

Paris, le 5 octobre 2020

ADVOLIS

Signé électroniquement le 05/10/2020 par
Hugues Jouslin De Pisseloup De Noray



Hugues de Noray
Associé



ANNEXES

- ANNEXE 1. Abréviations
- ANNEXE 2. Lettre de mission
- ANNEXE 3. Programme de travail
- ANNEXE 4. Calendrier de déroulement de la mission
- ANNEXE 5. Documentation utilisée
- ANNEXE 6. Présentation des sociétés cotées du secteur des logiciels HCM
- ANNEXE 7. Présentation des transactions dans les domaines des logiciels HCM
- ANNEXE 8. Avis motivé des membres du Comité Economique et Social



ANNEXE 1. ABREVIATIONS ET CONVENTIONS DE PRESENTATION

- AMF : Autorité des Marchés Financiers
- DDR : Document de référence (publié par la Société selon l’art. 212-13 du RG de l’AMF)
- TJM : Taux journalier moyen
- HCM : « Human Capital Management » ou gestion du capital humain
- BFR : Besoin en Fonds de Roulement
- DCF : Discounted Cash Flow (flux de trésorerie actualisés)
- Ebit : Earning Before Interest and Taxes (équivalent au résultat d’exploitation)
- Ebitda : Earning Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization
- PRC : Provisions pour Risques et Charges
- « Churn » : Proportion de clients perdus sur une période donnée

Les montants du présent rapport sont exprimés en :

- k€ : milliers d’euros
- m€ : millions d’euros
- Md€ : milliards d’euros

Les dates d’exercice d’Horizontal Software et de ses filiales consolidées coïncident avec l’année civile.



ANNEXE 2. ADDENDUM LETTRE DE MISSION

Monsieur Jean Mounet

Président du conseil d'administration

Horizontal Software

2 rue Hegel Zac Euratechnologies

59160 Lomme

Paris, le 24 juillet 2020

Cher Monsieur,

Cet addendum à notre lettre de mission initiale du 30 avril 2020 a pour objet de préciser les fondements de notre intervention et, compte tenu du nouveau calendrier de l'opération, d'exposer les travaux complémentaires et de mise à jour effectués par ADVOLIS agissant en qualité d'expert indépendant se prononçant sur l'équité du prix des actions d'Horizontal Software (« HS » ou « la Société ») dans le cadre d'un projet d'offre publique d'achat simplifiée et de retrait obligatoire (OPAS-RO ou « l'Offre »).

L'ensemble des autres indications de la lettre de mission initiale du 30 avril 2020, annexée au présent addendum, restent inchangées.

Les points développés dans cet addendum portent sur les :

- fondements de notre mission ;
- travaux complémentaires et de mise à jour ;
- précisions sur les modalités d'intervention.

– FONDEMENTS DE NOTRE MISSION

La nomination d'un expert indépendant pour attester du caractère équitable d'une offre publique résulte de l'article 261-1 I du RG de l'AMF « lorsque l'opération est susceptible de générer des conflits d'intérêts au sein de son conseil d'administration [...] de nature à nuire à l'objectivité de l'avis motivé [...] ou de mettre en cause l'égalité des actionnaires ou des porteurs des instruments financiers qui font l'objet de l'offre ».

Dans les circonstances particulières de l'Offre, le recours à un expert indépendant est rendu nécessaire pour chacune des raisons suivantes :

- la Société est déjà contrôlée au sens de l'article L233.3 du Code de commerce, avant le lancement de l'Offre, par l'Initiateur (article 261-1 I al.1° du RG de l'AMF) ;
- les dirigeants de la Société ont conclu un accord avec l'Initiateur de l'Offre susceptible d'affecter leur indépendance (article 261-1 I al.2° du RG de l'AMF) ;

En particulier :

- Monsieur Jean Mounet, président du conseil d'administration et partie au Protocole d'Investissement ;
- Madame Ingrid Eeckhout, directeur général et partie au Protocole d'Investissement ;
- la société Truffle Capital, administrateur et partie au Protocole d'Investissement ;
- Monsieur Quentin Jacomet, administrateur nommé sur proposition d'Extens conformément au Protocole d'Investissement ;
- Monsieur Arnaud Houette, administrateur nommé sur proposition d'Extens conformément au Protocole d'Investissement ;



- Monsieur Alexandre Odin, nommé sur proposition d'Extens conformément au Protocole d'Investissement.
- il existe plusieurs accords connexes susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix de l'Offre (article 261-1-I al.4° du RG de l'AMF) ;

De même, l'Offre ayant vocation à être suivie par un retrait obligatoire de la cote des actions de la Société, la désignation d'un expert-indépendant est prévue par article 261-1 II du RG de l'AMF.

Le processus de désignation de l'expert indépendant diffère selon les modalités de gouvernance mises en place par la Société. Lorsque la société n'a pas mis en place de comité ad hoc pour assurer le suivi de l'Offre, comme c'est le cas pour HS, la désignation de l'expert doit être précédée par un avis de non-opposition de la part du Collège de l'AMF (RG AMF art. 261-1-1).

Dans un premier temps, le Conseil d'administration d'HS a désigné le 29 avril 2020 en qualité d'expert indépendant le cabinet Advolis représenté par Monsieur Hugues de Noray, mais sans avoir au préalable informé l'AMF de cette nomination, ni obtenu l'avis de non-opposition. Pour mémoire cette nomination par le conseil d'administration a été réalisée après un processus de sélection et seuls les administrateurs indépendants ont participé au vote.

Afin de se mettre en conformité avec les obligations du RG AMF, le dépôt du projet de note d'information a été décalé du mois de juin au mois d'octobre 2020 et une demande de non-opposition a été adressée à l'AMF.

Le 21 juillet 2022, le Collège de l'AMF a fait part de son absence d'opposition à la désignation d'Advolis en qualité d'expert indépendant. Le Conseil d'administration d'Horizontal Software, qui s'est réuni le 23 juillet 2020, s'est prononcé sur le renouvellement de sa décision de désignation d'Advolis. **La lettre de mission que le Conseil d'administration nous a remise à cette occasion figure en annexe B.**

Ainsi, les modalités de nomination de l'expert indépendant, par application de l'article 261.1.1 du RG AMF seront-elles régularisées.

Il convient d'indiquer qu'aucune modification significative n'est intervenue dans le contexte ou les modalités envisagées pour la réalisation du projet d'Offre Publique d'Achat Simplifié avec Retrait obligatoire visant les actions de la Société Horizontal Software initiée par HSW Développement.

9. TRAVAUX COMPLEMENTAIRES ET DE MISE A JOUR

La mise en conformité du processus de désignation de l'expert-indépendant est intervenue après que l'essentiel des diligences a été effectué, sur la base de la lettre de mission initiale annexée à cet addendum.

Le calendrier de l'opération étant décalé de plus de deux mois, nous présentons dans cet addendum les travaux complémentaires et de mise à jour que nous envisageons dans la perspective de l'appréciation de la valeur de l'action retenue et le caractère équitable de l'offre.

2.1 APPROFONDISSEMENT DE L'ANALYSE DES ACCORDS CONNEXES

L'opération s'accompagne de plusieurs accords connexes susceptibles d'impacter l'appréciation à porter sur le prix de l'Offre. Leur revue approfondie fera l'objet d'une partie dédiée dans le rapport d'expertise. Ces accords portent principalement sur les transactions ou engagements suivants :

- augmentation de capital réservée au Président du conseil d'administration ;
- Abandon de créances consenti par les fonds gérés par Truffle Capital, HIS1 et HIS2 ;
- Emission d'actions gratuites ;
- Engagements d'apport des titres de la Société après le retrait de la cote ;



- Promesse d'achat par Extens (ou affilié) de 55.000 actions détenues par Truffle Capital, HIS1 et HIS2, après le retrait de la cote ;
- Pacte d'associés (y compris promesses d'achat et de vente) ;
- Mini-pactes avec les salariés (y compris promesses d'achat et de vente).

2.2 PRISE DE CONNAISSANCE DE LA PERFORMANCE AU 30 JUIN 2020 ET A LA DATE LA PLUS RECENTE

L'évolution de la performance récente, et en particulier à la fin du premier semestre 2020, apporte des informations complémentaires sur l'appréciation des conséquences de la crise liée à la Covid-19 et les estimations d'atterrissage de l'exercice.

2.3 MISE A JOUR DES DIFFERENTES APPROCHES D'EVALUATION

Dès lors que les données prévisionnelles de la première année du plan d'affaires pourraient être modifiées le cas échéant à la lumière des informations récentes, les approches d'évaluation seraient mises à jour :

- ajustement des flux de la méthode DCF ;
- ajustement des agrégats de la Société, tels qu'ils sont retenus dans les approches comparatives (comparables boursiers, transactions comparables).

D'une façon générale, une attention sera portée à l'incidence éventuelle des informations nouvelles sur l'ensemble des travaux d'expertise.

2.4 ACTUALISATION DE L'ANALYSE DES TRAVAUX D'EVALUATION DE LA BANQUE PRESENTATRICE

Les travaux de la banque présentatrice seront mis à jour des deniers éléments, justifiant une actualisation de nos travaux d'analyse.

2.5 FINALISATION DES TRAVAUX D'EXPERTISE INDEPENDANTE

La finalisation de nos travaux regroupe à la fois la revue de cohérence des projets de Note d'information, la revue indépendante de nos travaux et la préparation du rapport d'expertise indépendante.

Au terme de nos travaux et avant l'émission de notre rapport d'expert indépendant, nous demanderons aux représentants légaux de la société initiatrice de nous adresser une "lettre d'affirmation" rappelant les déclarations importantes qui nous auront été faites.

10. PRECISIONS SUR LES MODALITES D'INTERVENTION

Les modalités d'intervention sont inchangées par rapport à notre lettre de mission initiale, à la seule exception des points suivants.

3.1 BUDGET

Nos honoraires sont fonction du temps passé et de taux horaires variant selon le niveau d'expérience des différents intervenants. Le montant des honoraires complémentaires perçus par ADVOLIS au titre de la mise à



jour de ses travaux s'élèvera à 10.000 € hors taxes, soit environ 45 heures.

Cette estimation repose sur des conditions de déroulement normal de nos travaux. Si des problèmes spécifiques conduisant à une révision de ce budget se présentaient, nous vous en informerions afin de prendre en commun les dispositions nécessaires.

3.2 CALENDRIER

Nous comprenons que le dépôt de l'Offre sera réalisé en septembre 2020. Ce calendrier sera ajusté en tant que de besoin en fonction de l'évolution du calendrier juridique.

Nous prévoyons de réaliser l'essentiel des travaux complémentaires pour la fin du mois de juillet 2020, avant une finalisation dans les premiers jours du mois de septembre 2020.

Nous nous tenons à votre disposition pour vous commenter les termes de notre proposition et vous serions reconnaissants de bien vouloir nous confirmer votre accord sur les termes de la présente, en nous retournant le double ci-joint paraphé, daté et revêtu de votre signature précédée de la mention « Bon pour accord ».

Nous vous prions d'agréer, Monsieur le Président du Conseil d'administration, l'expression de notre considération distinguée.

Annexe A : lettre de mission initiale du 30 avril 2020

Annexe B : lettre de mission du conseil d'administration

ADVOLIS

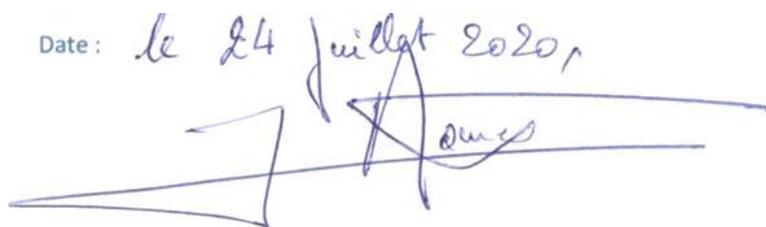


Hugues de NORAY
Associé

Nous avons pris connaissance des termes et conditions de la mission décrite ci-dessus et les approuvons sans restriction.

Nom : Jean Mounet

Qualité : Président du conseil d'administration

Date : le 24 juillet 2020,




ANNEXE A. LETTRE DE MISSION INITIALE

Monsieur Jean Mounet

Président du conseil d'administration
Horizontal Software
 2 rue Hegel Zac Euratechnologies
 59160 Lomme
 Paris, le 30 avril 2020

Cher Monsieur,

Cette lettre a pour objet de présenter les termes de la mission que vous souhaitez confier au cabinet ADVOLIS agissant en qualité d'expert indépendant se prononçant sur l'équité du prix des actions d'Horizontal Software (« HS » ou « la Société ») qui serait retenu dans le cadre d'un projet d'offre publique d'achat simplifiée suivi d'un retrait obligatoire (OPAS-RO).

Nous avons le plaisir de vous présenter, ci-après, les termes de notre proposition d'intervention selon l'articulation suivante :

- Opération envisagée ;
- Mission et limites de la mission ;
- Modalités d'intervention.

11. OPERATION ENVISAGEE

4.1 OPERATION ENVISAGEE

Le franchissement de seuil réalisé à l'occasion de la prise de contrôle par Extens s'accompagne de l'annonce du dépôt obligatoire d'une offre publique d'achat, conformément aux dispositions du chapitre III du Titre II du règlement général de l'AMF.

Les conditions de dépôt obligatoire de l'OPA sont régies par les chapitres I et IV du Titre III relatif aux Offres publiques d'acquisition du Règlement général de l'AMF.

Pour mémoire :

- Il n'existe qu'une seule catégorie d'actions émises par la société ;
- Il existe différentes catégories de titres donnant un accès différé au capital (OCEANE, BSA, plans d'actions gratuites, BSPCE, etc.).

Sur la base des informations communiquées, l'opération envisagée est précédée ou suivie de transactions ou d'accords qui peuvent être définies comme des accords connexes.

Schéma de l'opération envisagée

Initiateur

EXTENS

1 Première opération :

Prise de contrôle de la cible à hauteur d'environ 70% du capital dont les modalités seront définies par un protocole d'investissement :

- Réalisation préalable par la cible d'une réduction de capital motivée par des pertes
- Réalisation d'apports en numéraire et / ou par compensation avec une créance
- Abandon de créance de compte courant avec clause de retour à meilleur fortune, etc.

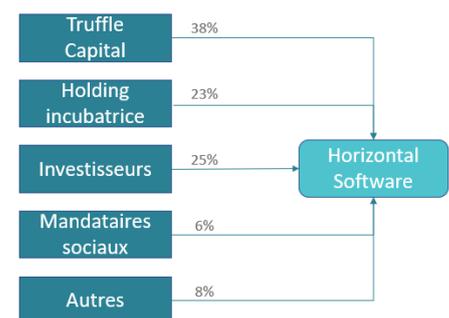
2 Seconde opération :

Offre publique d'achat simplifiée, suivi d'un potentiel retrait obligatoire (OPAS-RO) :

- A un prix cohérent avec celui de la prise de contrôle
- Etablissement présentateur : Banque Delubac & Cie

Actionnariat de la Cible

Cible



Source : présentation des résultats annuels Horizontal Software du 29/04/2019

Les accords connexes impactent des actionnaires actuels ou futurs. Leurs conditions de réalisation doivent faire l'objet d'analyse par l'expert indépendant pour en comprendre la portée et l'impact éventuel au regard de l'opération envisagée.

Les accords antérieurs à la réalisation seraient notamment les suivants :

- Prise de contrôle par Extens ;
- Réduction de capital ;
- Abandon de créance avec RMF de Truffle ;
- Mini-pactes avec les salariés ;
- Terminaison / traitement des OCEANE.

Enfin, nous comprenons que l'initiateur financera en fonds propres à la fois la prise de participation et l'opération d'OPAS-RO. Il n'y aurait donc pas de financement externe, constitutif d'un accord connexe, à examiner.

4.2 OBJECTIF DE LA MISSION

La réalisation d'une OPAS-RO impose une information au marché, selon le règlement AMF, et la production d'une expertise indépendante. En application de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF, notre rapport a pour objectif de permettre au Conseil d'administration d'apprécier les conditions financières de l'Offre et notre conclusion porte sur le caractère équitable du prix de l'Offre et du prix proposé en cas de retrait obligatoire à l'issue de l'Offre pour les actionnaires minoritaires de la Société

12. MISSION ET LIMITES DE LA MISSION

5.1 MISSION

La mission d'évaluation d'ADVOLIS s'inscrit dans les dispositions des articles 262-1 I et II du règlement général de l'AMF et suivants. Cette mission nous conduira à apprécier la valeur de l'action retenue et le caractère équitable de l'offre.

5.2 POINTS D'ATTENTION

Lors de nos travaux, nous porterons une attention particulière sur les points suivants :

- La revue critique du plan d'affaires :
 - o Cohérence avec l'analyse globale de la situation du groupe (prise en compte de l'ensemble des points clés caractérisant le positionnement, les risques et opportunités du groupe) ;
 - o Appréciation du niveau de réalisme des hypothèses retenues au regard (i) du processus de construction des données prévisionnelles, (ii) du sens et de l'importance des écarts constatés rétrospectivement avec les données historiques.
- Les conditions de financement prévues pour la réalisation de l'OPAS-RO ;
- L'analyse des éventuels « accords connexes » à la transaction, c'est-à-dire l'ensemble des contrats, conventions, accords de toute nature, susceptibles d'avoir un impact sur l'appréciation de la valeur des actions.

5.3 LISTE DES DILIGENCES

Les diligences effectuées consisteront principalement en :

- Une prise de connaissance générale des sociétés du groupe cible de l'OPAS-RO, des documents de référence publiés au cours des périodes récentes et des données de l'exercice en cours ;
- Une analyse du contexte spécifique de l'opération envisagée et de ses modalités de réalisation (financement, engagements et intentions, etc.), à partir de la documentation et au moyen d'entretiens avec (i) l'initiateur et ses conseils, (ii) des représentants du conseil d'administration de la cible, (iii) la Direction de la cible ;

- Un examen des différentes transactions ayant pu avoir lieu sur le titre de la Société, ainsi que des précédents rapports d'évaluation ;
- Une analyse spécifique des opérations intervenues en bourse sur le titre de la société ;
- Des entretiens avec la direction de la Société (présentation de la société, de son historique, de ses perspectives, ...) ;
- Une analyse des plans d'affaires de la société : dans ce cadre des réunions sont à prévoir avec le management opérationnel ou financier de la société ;
- La mise en œuvre des méthodes de valorisation généralement appliquées dans le cadre d'une analyse multicritères. Seront prises en considération les méthodes généralement utilisées : cours de Bourse, DCF, comparables boursiers, transactions récentes sur le capital, transactions comparables, etc. ;
- L'analyse des travaux d'évaluation de la banque présentatrice, et dans l'hypothèse (rare) où cela serait le cas, l'analyse des questions posées par les minoritaires au cours de la procédure d'offre ;
- Une revue indépendante des travaux ;
- La rédaction d'un rapport exposant nos approches de la valeur des actions et l'appréciation de l'équité de l'offre.

Nos travaux conduiront à partir des éléments mis à notre disposition, à vérifier la cohérence des options retenues, l'exactitude des calculs effectués et la mise en œuvre des méthodes d'évaluation.

Ils comporteront, lorsque cela est pertinent, les diligences prévues par l'Instruction n° 2006-08 de l'AMF relative à l'expertise indépendante et par les Recommandations de l'AMF relatives au régime de l'expertise indépendante.

Au terme de nos travaux et avant l'émission de notre rapport d'expert indépendant, nous demanderons aux représentants légaux de la société initiatrice de nous adresser une "lettre d'affirmation" rappelant les déclarations importantes qui nous auront été faites.

5.4 LIMITES DE LA MISSION

Nos travaux, ne constituent en aucune façon une mission d'audit ou même de revue limitée telle qu'elle est effectuée par les commissaires aux comptes des sociétés participant à l'opération. Elle n'a donc pas pour objectif de formuler une opinion sur les comptes.

Dans le cadre de cette mission, la société cible fournira au cabinet ADVOLIS tous les documents en sa possession et nécessaires au bon accomplissement de ses travaux. Ces documents seront considérés comme exacts, exhaustifs et transmis de bonne foi. Ils ne feront pas l'objet de vérification particulière.

13. MODALITES D'INTERVENTION

6.1 EQUIPE

La mission sera effectuée par Hugues de NORAY, associé du cabinet ADVOLIS. Il sera assisté de Jérôme TARDY, manager de l'équipe évaluation. L'équipe sera complétée le cas échéant par un ou plusieurs consultants.

Advolis est adhérent de l'APEI (Association Professionnelle des Experts Indépendants) reconnue par l'AMF en application de l'article 263-1 et 2 de son règlement général. Advolis a réalisé historiquement des expertises indépendantes de marché. La dernière, réalisée sur le premier semestre 2018, était relative à l'offre publique de rachat d'actions d'Afone Participations.

Patrick IWEINS, associé, assurera la revue indépendante des travaux.

6.2 BUDGET

Nos honoraires sont fonction du temps passé et de taux horaires variant selon le niveau d'expérience des différents intervenants.

Le montant des honoraires perçus par ADVOLIS pour la présente mission s'élèvera à 45.000 € hors taxes. Le temps nécessaire à la réalisation de nos diligences, soit 24 jours/homme, a été respecté.

Conformément à l'article 3-6° de l'Instruction AMF 2006-08 du 28 septembre 2008, modifiée le 10 février 2020, le budget est légèrement inférieur à 50 k€ en raison de (i) la taille de la Société dont le chiffre d'affaires consolidé n'a jamais dépassé 6 m€ et (ii) d'une activité unique, centrée sur le développement et la commercialisation d'outils SIRH en France.

Cette estimation repose sur des conditions de déroulement normal de nos travaux. Si des problèmes spécifiques conduisant à une révision de ce budget se présentaient, nous vous en informerions afin de prendre en commun les dispositions nécessaires.

6.3 CALENDRIER

Nous comprenons que vous souhaitez réaliser l'offre sur le premier semestre 2020. Nous serons en mesure de démarrer nos travaux dès communication notamment de la valorisation retenue et de la mise à disposition de la documentation de base.

Sous réserve de ces éléments, nous prévoyons :

- Un démarrage possible des travaux dès la semaine du 4 mai 2020 ;
- Des points d'étapes hebdomadaires ;
- Une présentation des conclusions provisoires autour du 25 mai 2020 ;
- Une finalisation des travaux pour début juin.

Ce calendrier sera ajusté en tant que de besoin en fonction du calendrier juridique. Un plan détaillé des travaux sera établi au début de l'intervention pour assurer un suivi du déroulement et garantir le respect des délais.

6.4 DECLARATIONS

Le cabinet ADVOLIS déclare :

- Etre indépendant au sens des articles 261-1 et suivants du Règlement général de l'AMF et être en mesure à ce titre d'établir à une déclaration d'indépendance comparable à celle prévue par l'article 261-4 dudit Règlement général, dont un projet est joint en annexe ;
- Disposer des moyens humains et matériels nécessaires à l'accomplissement de sa mission, ainsi que d'une assurance ou d'une surface financière suffisante en rapport avec les risques éventuels liés à sa mission d'expertise ;
- Etre doté d'une charte d'éthique.

6.5 RESPONSABILITE

Dans le cadre de cette Mission, le cabinet ADVOLIS, ses associés et collaborateurs (ci-après les Personnes concernées) n'encourront aucune responsabilité à l'égard de la société et de ses filiales à raison d'éventuelles fautes commises à l'occasion de l'exécution de la Mission, à l'exception des cas où il aura été jugé par une décision définitive que les Personnes concernées ont commis une faute lourde ou intentionnelle ne provenant pas d'informations ou de déclarations incomplètes ou inexactes communiquées par la société ou ses conseils.

6.6 CONFIDENTIALITE

La réalisation des travaux s'inscrit dans la confidentialité la plus stricte. Advolis applique à l'ensemble de ses missions d'évaluation les dispositions prévues par le code de déontologie des commissaires aux comptes et respecte la réglementation AMF en matière d'initiés.

6.7 SOURCE D'INFORMATION

Pour mener à bien ces travaux, nous nous appuyons exclusivement sur les données et informations communiquées par vos soins, ainsi que sur des échanges avec notamment les directions générales et financières. Ces documents seront considérés comme exacts, exhaustifs et transmis de bonne foi.

Conformément aux usages, nous vous demanderons à l'issue de nos travaux de nous confirmer dans une lettre certains points clés sur lesquels nous aurons fondé nos conclusions.

Nous utiliserons également des données de base de données financières auxquelles Advolis a accès (SP Capital IQ, Capital Finance, Diane, etc.).

6.8 RESILIATION

La présente convention pourra être résiliée à tout moment par chacune des parties par notification écrite à l'autre partie. Il est toutefois précisé que les dispositions des articles 3.5 -Responsabilité, 3.6 -Confidentialité et celles du présent article survivront à ladite résiliation.

Il est en outre précisé que le cabinet ADVOLIS aura droit aux honoraires correspondant aux travaux déjà réalisés à la date de résiliation.

6.9 JURIDICTION

Tout éventuel litige relatif au déroulement de la Mission ou à ses conclusions sera de la compétence exclusive du Tribunal de Commerce de Paris.

Nous nous tenons à votre disposition pour vous commenter les termes de notre proposition et vous serions reconnaissants de bien vouloir nous confirmer votre accord sur les termes de la présente, en nous retournant le double ci-joint paraphé, daté et revêtu de votre signature précédée de la mention « Bon pour accord ».

Nous vous prions d'agréer, Monsieur le Président du conseil d'administration, l'expression de notre considération distinguée.

ADVOLIS



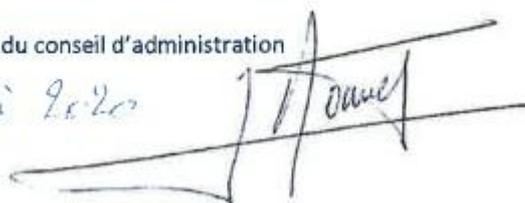
Hugues de NORAY
Associé

Nous avons pris connaissance des termes et conditions de la mission décrite ci-dessus et les approuvons sans restriction.

Nom : Jean Mounet

Qualité : Président du conseil d'administration

Date : 4 mai 2020



ANNEXE B. LETTRE DE MISSION DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

ADVOLIS
38, Avenue de l'Opéra
75002 Paris

A l'attention de Monsieur Hugues de Noray

Lomme, le 23 juillet 2020

Objet : Lettre de nomination expert indépendant

Cher Monsieur,

En ma qualité de président du conseil d'administration de la société Horizontal Software (ci-après la « **Société** »), j'ai l'honneur de vous notifier que le conseil d'administration de la Société, lors de sa réunion de ce jour, a confirmé votre nomination en qualité d'expert indépendant décidée par le conseil d'administration lors de sa réunion du 29 avril 2020.

La présente lettre vous est remise conformément à l'instruction DOC-2006-08 de l'Autorité des marchés Financiers (ci-après l' « **AMF** ») dans sa version en vigueur au 10 février 2020.

Contexte et fondement réglementaire de votre nomination

La Société a conclu le 24 avril 2020 un protocole d'investissement avec Extens, les principaux actionnaires actuels à savoir Truffle Capital, la Holding Incubatrice Série 1 et la Holding Incubatrice Série 2 ainsi que les dirigeants de la Société à savoir Madame Ingrid Eeckhout et moi-même (ci-après le « **Protocole d'Investissement** »). Le Protocole d'Investissement a pour objectif de préciser conditions et les modalités de l'investissement d'Extens au sein de la Société ainsi que les obligations et les engagements des parties au Protocole d'Investissement dans le cadre dudit Investissement.

Dans ce contexte, le directeur général de la Société, le 11 juin 2020, sur délégation de pouvoirs du conseil d'administration faisant usage des délégations de compétences conférées par l'assemblée générale ordinaire et extraordinaire des actionnaires de la Société qui s'est tenue le 2 juin, dans ses quatorzième (14^e) et quinzième (15^e) résolutions, a constaté réalisation d'une augmentation de capital d'un montant nominale de 4.250.000 euros par l'émission de 8.500.000 actions nouvelles de 0,50 euro souscrites à la valeur nominale (ci-après l' « **Augmentation de Capital** »).

Conformément aux termes du Protocole d'Investissement, l'Augmentation de Capital a été souscrite à hauteur de 8.220.000 actions par HSW Développement, société contrôlée par Extens, et à hauteur de 280.000 actions par mes soins.

A l'issue de l'Augmentation de Capital, HSW Développement détient 71,19% du capital et des droits de vote de la Société et doit en conséquence, sous réserve de l'avis de conformité de l'AMF, déposer un projet d'offre publique d'achat simplifiée des actions de la Société admises aux négociations sur le marché Euronext Growth

Paris (ci-après l' « **Offre** »), conformément aux articles 235-2 et 234-2 du règlement général de l'AMF.

En outre, HSW Développement, agissant de concert avec les parties au Protocole d'Investissement et certains salariés de la Société, a d'ores et déjà indiqué qu'à l'issue du règlement-livraison de l'Offre, elle procéderait à la mise en œuvre d'un retrait obligatoire des actions de la Société (ci-après le « **Retrait Obligatoire** »).

Dans le cadre de l'Offre, en vertu de l'article 261-1 du règlement général de l'AMF, la Société est tenue de désigner un expert indépendant pour les raisons suivantes :

- la Société est déjà contrôlée au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce, avant le lancement de l'Offre, par l'initiateur de celle-ci (article 261-1 I 1° du règlement général de l'AMF) ;
- les dirigeants de la Société ont conclu un accord avec l'initiateur de l'Offre susceptible d'affecter leur indépendance (article 261-1 I 2° du règlement général de l'AMF) ;
- il existe plusieurs accords connexes susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix de l'Offre (article 261-1 I 4° du règlement général de l'AMF) ;
- l'Offre a vocation à être suivie du Retrait Obligatoire (article 261-1 II du règlement général de l'AMF).

Lors de sa réunion du 29 avril 2020, le conseil d'administration, lors, vous a nommé en qualité d'expert indépendant sur le fondement des dispositions réglementaires décrites ci-dessus. Cette nomination est intervenue à l'issue d'un processus de sélection et seuls les administrateurs indépendants ont pris part aux débats ainsi qu'au vote.

Dans le prolongement de cette nomination, vous avez émis une lettre de mission en date du 30 avril 2020 décrivant notamment la teneur de votre mission et les diligences à effectuer (ci-après la « **Lettre de Mission Initiale** »).

Toutefois, cette nomination n'ayant pas été préalablement notifiée à l'AMF, une demande de non-opposition a été formulée auprès de l'AMF afin de confirmer votre nomination en application de l'article 261-1-1 du règlement général de l'AMF. Le collège de l'AMF, lors de sa réunion du 21 juillet 2020, a fait part de son absence d'opposition à votre nomination en qualité d'expert indépendant dans le cadre de l'Offre.

Dans ce contexte, le conseil d'administration, lors de sa réunion de ce jour, prenant acte de l'absence d'opposition du collège de l'AMF, a confirmé votre nomination en qualité d'expert indépendant sur le fondement des articles 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

Termes et modalités de votre mission

La confirmation de votre nomination en tant qu'expert indépendant décrite ci-dessus est intervenue après la réalisation de la majorité de vos diligences et elle a entraîné un décalage important du calendrier prévisionnel de l'Offre ainsi que du Retrait Obligatoire.

Ainsi, dans le prolongement de la décision de non-opposition du collège de l'AMF du 21 juillet 2020 et de la confirmation de votre nomination par le conseil d'administration de ce jour, votre mission portera notamment sur :

- la mise à jour des travaux réalisés dans le cadre de la Lettre de Mission Initiale ;
- l'approfondissement de l'analyse des accords connexes ;
- la prise de connaissance de la performance de la Société au 30 juin 2020 ;
- la mise à jour des différentes approches d'évaluation ;
- la mise à jour des travaux d'évaluation de la banque présentatrice ;
- l'établissement d'un rapport d'expertise sur les conditions financières de l'Offre, conformément à l'article 262-1 du règlement général de l'AMF.

Situation de conflit d'intérêts

Le Protocole d'Investissement, auquel l'initiateur et les dirigeants de l'Offre, constitue un accord susceptible d'affecter l'indépendance des mandataires sociaux suivants :

- Monsieur Jean Mounet, président du conseil d'administration et partie au Protocole d'Investissement ;
- Madame Ingrid Eeckhout, directeur général et partie au Protocole d'Investissement ;
- la société Truffle Capital, administrateur et partie au Protocole d'Investissement ;
- Monsieur Quentin Jacomet, administrateur nommé sur proposition d'Extens conformément au Protocole d'Investissement ;
- Monsieur Arnaud Houette, administrateur nommé sur proposition d'Extens conformément au Protocole d'Investissement ;
- Monsieur Alexandre Odin, nommé sur proposition d'Extens conformément au Protocole d'Investissement.

Le Protocole d'Investissement prévoit notamment la réalisation des opérations et la conclusion des accords suivants :

- les Augmentations de Capital ;
- l'abandon de créances détenues par Truffle Capital, la Holding Incubatrice Série 1 et la Holding Incubatrice Série 2 ;
- le projet d'attribution gratuite d'actions de HSW Développement ou de la Société au profit de Madame Ingrid Eeckhout et de Monsieur Jean Mounet ;
- l'engagement d'apport des actions de la Société par les personnes agissant de concert à HSW Développement à l'issue du Retrait Obligatoire ;
- la promesse d'achat d'actions détenues par Truffle Capital à l'issue du Retrait Obligatoire ;
- le pacte d'associés conclus entre les parties au Protocole d'Investissement et devant entrée en vigueur à l'issue du Retrait Obligatoire ;
- les mini-pactes d'associés conclu avec les porteurs de bons de souscription de parts de créateurs d'entreprise émises par la Société et les bénéficiaires d'actions attribuées gratuitement devant entrée en vigueur à l'issue du Retrait Obligatoire.

Dans l'optique d'une bonne gouvernance et afin d'éviter les conflits d'intérêts, les administrateurs indiqués ci-dessus n'ont participé ni aux débats ni aux votes intervenus en conseil d'administration sur l'Offre, le Retrait Obligatoire et votre nomination.

Restant à votre disposition pour toutes informations complémentaires qui vous seront nécessaires pour l'exécution de votre mission, je vous prie d'agréer, Cher Monsieur, l'expression de notre considération distinguée.

Pour le conseil d'administration,

Jean Mounet,

Président du conseil d'administration

ANNEXE 3. PROGRAMME DE TRAVAIL

Les diligences effectuées ont principalement consisté en :

- une prise de connaissance générale de la Société et des entités qu'elle contrôle ;
- des recherches documentaires sur les activités de la Société, en vue de comprendre les caractéristiques des marchés sur lesquels opère la Société ;
- une analyse des conditions de l'Offre envisagée, de son cadre juridique et de ses modalités de financement ;
- des entretiens avec les conseils de la Société ;
- des entretiens avec la direction de la Société (présentation de la société, de son historique, de ses perspectives, ...) ;
- l'analyse des accords connexes, en lien avec le contrôleur qualité pour l'appréciation de leurs conséquences dans le contexte de l'Offre ;
- un examen des différentes transactions ayant pu avoir lieu sur le titre de la Société, ainsi que des précédents rapports d'évaluation disponibles ;
- une analyse de la performance historique et de la situation patrimoniale de la Société à travers la revue des documents de référence et des données d'activité de l'exercice en cours ;
- une analyse des plans d'affaires de la société : dans ce cadre des réunions et échanges se sont tenues avec le Directeur Général ;
- la mise en œuvre des méthodes de valorisation généralement appliquées dans le cadre d'une analyse multicritères. Ont été prises en considération les méthodes généralement utilisées : analyse détaillée de l'historique du cours de bourse et DCF ;
- l'appréciation de l'équité du prix de l'Offre, reposant notamment sur la mise en œuvre de travaux de sensibilité des résultats des approches de valorisation à des paramètres clés à la fois financiers et opérationnels ;
- la revue critique des travaux d'évaluation de l'établissement présentateur ;
- la rédaction d'un rapport exposant nos approches de la valeur des actions ainsi que les conséquences de l'Offre envisagée pour les différentes catégories d'actionnaires ;
- la revue du rapport d'équité par l'associé en charge du contrôle qualité
 - o Travaux effectués :
 - Echanges préliminaires sur les caractéristiques de l'Offre et l'orientation des travaux d'expertise indépendante
 - Revue de l'appréciation des accords connexes
 - Prise de connaissance du Protocole d'investissement, du projet de Note d'information et du projet de rapport d'expertise indépendante
 - Revue de la documentation du dossier de travail
 - questions posées à l'expert indépendant
- l'obtention de lettres d'affirmation de la part de la Société et de l'Initiateur.

ANNEXE 4. CALENDRIER DE DEROULEMENT DE LA MISSION

Première phase (lettre de mission initiale)

Avril 2020

- 24/4 : Communiqué de presse annonçant le lancement de l'opération
- 29/4 : Conseil d'administration de la Société désignant l'expert indépendant
- 30/4 : Projet de lettre de mission de l'expert indépendant
- 30 /4 : Envoi des premières requêtes documentaires

Mai 2020

- 05/5 : Réunion avec la Direction (présentation du plan d'affaires, etc.) et le conseil de la Société
- 12/5 : Point technique avec le Conseil de la Société
- 18/5 : Réception du premier projet de note d'information
- 28/5 : Réception du premier projet de rapport d'évaluation de l'Etablissement présentateur
- 29/5 : Entretien avec Jean Mounet

Juin 2020

- 02/6 : Entretien avec un représentant d'Extens
- 02/6 : Entretien avec l'Etablissement présentateur
- 03/6 : Entretien avec un représentant de Truffle Capital
- 03/6 : Entretien avec un administrateur indépendant
- 03/6 : Entretien avec la directrice générale, le Directeur comptable et le directeur commercial
- 04/6 : Réception d'un premier projet de note d'information
- 04/6 : Réception du rapport définitif d'évaluation de l'Etablissement présentateur
- 05/6 : Présentation des premières conclusions de l'expert indépendant sur la valeur des actions

Seconde phase (addendum à la lettre de mission)

Juillet 2020

- 27/7 : Entretien avec un administrateur indépendant

Août 2020

- 03/8 : Entretien avec le Président-directeur général et la directrice générale
- 25/8 : Entretien avec l'Etablissement présentateur

Septembre 2020

- 07/9 : Réception d'un projet de note d'information complété

Octobre 2020

- 05/10 : Réception des lettres d'affirmation signées (Société et Initiateur)
- 05/10 : Réception d'un projet de note d'information finalisé
- 05/10 : Remise du rapport de l'expert indépendant destiné au Conseil d'administration

ANNEXE 5. DOCUMENTATION UTILISEE

1. Documentation générale
 - Statuts et extrait Kbis à jour de la Société et de ses filiales
 - Etat des privilèges et des inscriptions au greffe du tribunal de commerce
 - PV des Assemblées Générales de 2017 à 2019
 - PV des Conseils d'Administration de 2017 à 2020
 - Etat de suivi de l'actionnariat et des actions en circulation
 - Plan AGA 2016 à 2019
 - Convention de compte courant 2015 et avenants à la convention, signés en 2016 et 2019
 - Convention d'accord avec les Hôpitaux Universitaires de Genève 2020
 - Organigramme 2020
 - Rapport de Due Diligence financière et technique
 - Projet de Note d'information

2. Données de marché relatives à la Société
 - Communiqués de presse
 - Site du groupe dédié à la relation investisseurs : <https://www.horizontalsoftware-bourse.com/>
 - Rapports du broker Invest Securities de 2016 à 2018

3. Données financières historiques
 - Comptes consolidés du groupe 2017-2019
 - Comptes annuels de la Société 2017-2019
 - Rapports de gestion 2017 - 2019
 - Rapports des commissaires aux comptes sur les comptes annuels et sur les comptes consolidés
 - Détail du chiffre d'affaires réalisé au 30 avril 2020
 - Etat des dettes du groupe au 22 mai 2020
 - Détail du traitement des bonis / malis de fusion au 10 juin 2019
 - Détail des tests de dépréciation au 31 décembre 2018

4. Documentation des transactions
 - Introduction en bourse sur le marché Alternext d'Euronext à Paris d'Horizontal Software (26 novembre 2016) : Document de Base numéro I.16-076 enregistré par l'AMF le 15 novembre 2016 et Note d'Opération
 - Protocole d'investissement avec Extens en date du 24, avril 2020, avenant n° 1 de septembre 2020
 - Convention d'abandons de créances Truffle Capital, HIS1 et HIS2
 - Mini-Pactes signés
 - Engagements des admirateurs indépendants en date de septembre 2020
 - Protocole d'accord à portée transactionnelle et Acte d'Acquiescement à saisie conservatoire 2020 avec EHGO concernant le remboursement de 87 OCEANE et décision du Tribunal de commerce de Lille Métropole du 7/07/2020

5. Documents relatifs au BP
 - Plan d'affaires détaillé 2020-2022, reprenant les prévisions annexées au Protocole d'investissement du 24 avril 2020

6. Etudes et analyses de marché
 - Extrait de l'étude Human Capital Management (HCM) Software Market Research Report – Global Forecats 2023 publiée par Market Research Future en mai 2020

- Extrait de l'étude *Global Human Capital Management Software Market (2020-2025)* publiée par Mordor Intelligence en 2019
 - Etude *Human Capital Management Software Market Map* publiée par Shea & Company en février 2016
 - Enquête In Extenso, *Impact COVID-19 sur les ESN* datant de mai 2020
 - Rapport Xerfi, *L'édition de logiciels*, publié en décembre 2019
 - Site internet Apps Run The World : <https://www.appsruntheworld.com/>
7. Presse
- Outil RH face à la crise, Andjaro boucle une levée de 13,4 millions d'euros - Les Echos le 23/04/2020
 - Coronavirus : le pari validé de Dassault Systèmes dans la santé - Les Echos le 23/04/2020
8. Bases de données
- S&P Capital IQ
 - Espilon Research / Primes de marché IdMidcaps
9. Autres sources
- Site du groupe : <https://www.horizontalsoftware.com/fr/>
 - Site de l'AMF : <http://www.amf-france.org>

ANNEXE 6. PRESENTATION DES SOCIETES COTEES RETENUES

Société	Description activité	Répartition géographique du CA																																				
Cegedim SA	<p>Cegedim SA est une société de technologies et de services dans le domaine de la gestion des flux de données numériques pour l'écosystème de la santé et du marketing B2B, et des logiciels de gestion pour les professionnels de la santé et de l'assurance dans le monde entier.</p> <p>Elle opère à travers deux divisions, Assurance Santé, RH et e-Services ; et Professionnels de santé :</p> <ul style="list-style-type: none"> - La division Assurance santé, RH et e-Services commercialise divers produits et services aux compagnies d'assurance, aux mutuelles, aux assureurs de protection personnelle et aux courtiers d'assurance, et s'occupe des interactions entre ces entités et les professionnels de la santé. Elle propose également des logiciels et des services pour les assureurs santé, des services de gestion des flux, des paiements électroniques et des services de gestion, ainsi que des services externalisés de gestion des salaires et des ressources humaines, et des services d'échange de données électroniques. - La division Healthcare Professionals propose des logiciels de gestion, des bases de données et des solutions aux médecins, aux professionnels de la santé, aux pharmaciens et aux établissements de santé. 																																					
	<table border="1"> <tr> <td>Pays</td> <td>France</td> <td>Employés</td> <td>4 831</td> <td>Capitalisation boursière (m€)</td> <td>379</td> </tr> <tr> <td>CA (m€)</td> <td>504</td> <td>% marge Ebitda</td> <td>8%</td> <td>Ratio d'intensité capitalistique</td> <td>0,31</td> </tr> </table>	Pays	France	Employés	4 831	Capitalisation boursière (m€)	379	CA (m€)	504	% marge Ebitda	8%	Ratio d'intensité capitalistique	0,31																									
	Pays	France	Employés	4 831	Capitalisation boursière (m€)	379																																
CA (m€)	504	% marge Ebitda	8%	Ratio d'intensité capitalistique	0,31																																	
Société	Description activité	Répartition géographique du CA																																				
Dalet S.A.	<p>Dalet fournit des solutions et des services qui permettent aux organisations de médias de créer, gérer et distribuer du contenu dans le monde entier. Elle propose des solutions de production, de gestion et de distribution de flux de travail pour les médias d'information, les sports, les programmes, la radio, l'orchestration, la post-production, les archives, les gouvernements et les institutions.</p> <p>L'entreprise propose également des services professionnels, tels que la conception, l'intégration, la mise en œuvre, la formation, l'assistance et le conseil.</p>																																					
	<table border="1"> <tr> <td>Pays</td> <td>France</td> <td>Employés</td> <td>388</td> <td>Capitalisation boursière (m€)</td> <td>39</td> </tr> <tr> <td>CA (m€)</td> <td>59</td> <td>% marge Ebitda</td> <td>0%</td> <td>Ratio d'intensité capitalistique</td> <td>0,15</td> </tr> </table>	Pays	France	Employés	388	Capitalisation boursière (m€)	39	CA (m€)	59	% marge Ebitda	0%	Ratio d'intensité capitalistique	0,15	<table border="1"> <thead> <tr> <th colspan="2">(en milliers d'euros)</th> <th>31-déc.-19</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Licences perpétuelles</td> <td>14 675</td> <td>25%</td> </tr> <tr> <td>Abonnements</td> <td>525</td> <td>1%</td> </tr> <tr> <td>Maintenance - Support</td> <td>20 618</td> <td>35%</td> </tr> <tr> <td>Services</td> <td>16 211</td> <td>28%</td> </tr> <tr> <td>Matériels</td> <td>6 517</td> <td>11%</td> </tr> <tr> <td>Total</td> <td>58 548</td> <td>100%</td> </tr> </tbody> </table>				(en milliers d'euros)		31-déc.-19	Licences perpétuelles	14 675	25%	Abonnements	525	1%	Maintenance - Support	20 618	35%	Services	16 211	28%	Matériels	6 517	11%	Total	58 548	100%
	Pays	France	Employés	388	Capitalisation boursière (m€)	39																																
CA (m€)	59	% marge Ebitda	0%	Ratio d'intensité capitalistique	0,15																																	
(en milliers d'euros)		31-déc.-19																																				
Licences perpétuelles	14 675	25%																																				
Abonnements	525	1%																																				
Maintenance - Support	20 618	35%																																				
Services	16 211	28%																																				
Matériels	6 517	11%																																				
Total	58 548	100%																																				
Société	Description activité	Répartition géographique du CA																																				
Itesoft S.A.	<p>Itesoft fournit des solutions de capture sécurisée et d'automatisation des processus en Allemagne, en France, au Royaume-Uni, au Brésil, en Suisse, en Belgique, en Australie et dans les pays d'Afrique du Nord. Itesoft base son offre sur 3 segments : relations fournisseurs, expérience client et excellence opérationnelle.</p> <p>Itesoft propose notamment des solutions d'automatisation du traitement des comptes fournisseurs, de traitement des factures fournisseurs, de rapprochement et d'intégration comptable avec les outils ERP, et ITESOFT Analytics qui supervise l'ensemble du processus de traitement des factures, de la réception aux paiements, en passant par les rapports et la notation.</p> <p>Itesoft offre également une solution pour soumettre des factures, voir l'état des paiements, contacter les décideurs et négocier des remises sur les factures, une solution qui permet de classer les documents électroniquement, une solution de gestion des contrats, une gamme d'outils commerciaux ainsi que des services de maintenance.</p> <p>Itesoft s'adresse aux clients des secteurs de la banque/assurance, des mutuelles/prévoyance, de l'industrie, des services et du secteur public.</p>																																					
	<table border="1"> <tr> <td>Pays</td> <td>France</td> <td>Employés</td> <td>186</td> <td>Capitalisation boursière (m€)</td> <td>14</td> </tr> <tr> <td>CA (m€)</td> <td>24</td> <td>% marge Ebitda</td> <td>2%</td> <td>Ratio d'intensité capitalistique</td> <td>0,37</td> </tr> </table>	Pays	France	Employés	186	Capitalisation boursière (m€)	14	CA (m€)	24	% marge Ebitda	2%	Ratio d'intensité capitalistique	0,37																									
	Pays	France	Employés	186	Capitalisation boursière (m€)	14																																
CA (m€)	24	% marge Ebitda	2%	Ratio d'intensité capitalistique	0,37																																	

Société	Description activité						Répartition géographique du CA	
Linedata Services S.A.	<p>Linedata Services S.A. fournit des solutions technologiques pour la gestion d'actifs et les industries du crédit en France et à l'international. La société propose des solutions pour les secteurs du crédit et de la location, tels que les prêts commerciaux, les prêts hypothécaires et les prêts syndiqués, ainsi que pour le financement automobile, le financement de la consommation et de l'équipement, et pour le secteur de l'assurance des personnes pour l'assurance prévoyance et les pensions.</p> <p>Elle propose également des solutions pour le conseil et le développement de logiciels, le cloud et le support, ainsi que pour la recherche, le middle office et le risque.</p> <p>Enfin, elle propose des technologies telles que Linedata Private Cloud, une solution de cloud privé de bout en bout, permettant aux clients d'utiliser les produits Linedata dans une infrastructure de cloud privé sécurisée, ainsi que pour la sécurité et la mobilité.</p>						<p>■ North America ■ Southern Europe ■ Northern Europe ■ Other</p>	
	Pays	France	Employés	11 941	Capitalisation boursière (m€)	153	<p>Répartition sectorielle du CA</p> <p>■ Asset Management ■ Lending & Leasing ■ Other Activities</p>	
	CA (m€)	170	% marge Ebitda	19%	Ratio d'intensité capitalistique	0,01		
Société	Description activité						Répartition géographique du CA	
Generix SA	<p>Generix SA développe des solutions SaaS pour les écosystèmes de la chaîne d'approvisionnement (fabricants, 3PL et détaillants). Sa plateforme offre des solutions d'exécution de la chaîne d'approvisionnement, notamment un logiciel de gestion d'entrepôt, un logiciel de gestion du transport pour réduire les coûts de transport et les frais administratifs associés, un système d'exécution de la fabrication qui relie l'entrepôt à l'atelier de production, une solution de gestion des actifs de l'entreprise pour la visibilité des stocks sur le terrain, la gestion des pièces de rechange, ainsi que la visibilité et le suivi des actifs, un logiciel de gestion des chantiers et un système de gestion des commandes logistiques. Elle fournit également des solutions d'intégration B2B, telles que des logiciels EDI, des solutions de facturation, des solutions financières et de services gouvernementaux, et des solutions de fax/PDF/OCR ; et des solutions de collaboration et de visibilité comprenant des portails de fournisseurs, de clients, de transporteurs, de fournisseurs logistiques tiers (3PL) et de factures, ainsi que des logiciels de réapprovisionnement des stocks, et des solutions de suivi des commandes et de financement de la chaîne d'approvisionnement. La plateforme offre un réseau de collaboration, des services d'intégration, une solution qui permet aux entreprises d'automatiser le processus de recrutement de leurs homologues B2B, et des solutions pour la fidélisation des clients.</p>						<p>■ France ■ Abroad</p>	
	Pays	France	Employés	nd	Capitalisation boursière (m€)	132	<p>Répartition sectorielle du CA</p> <p>■ Sale of Software</p>	
	CA (m€)	81	% marge Ebitda	12%	Ratio d'intensité capitalistique	0,08		

ANNEXE 7. PRESENTATION DES SOCIETES COTEES ECARTEES

Société	Description activité	Répartition géographique du CA															
Ceridian HCM Holding Inc.	<p>Ceridian est un fournisseur mondial de technologies de gestion du capital humain intervenant principalement en Amérique du Nord mais également dans le monde entier.</p> <p>La société propose 2 solutions en <i>mode cloud</i> :</p> <ul style="list-style-type: none"> - Dayforce, une plateforme de gestion du capital humain pour les grandes entreprises qui réunit des fonctions de gestion des ressources humaines (RH), de la paie, des avantages sociaux, de la gestion des effectifs et des talents; - Powerpay, une solution de paie et de RH simple et évolutive pour les PME. <p>Les solutions de Ceridian répondent à l'ensemble des besoins du marché des softwares de gestion du capital humain, pour des entreprises de toutes tailles allant des PME aux multinationales.</p>	<p>■ United States ■ Canada ■ Other</p>															
	<table border="1"> <tr> <td>Pays</td> <td>Etats-Unis</td> <td>Employés</td> <td>5 011</td> <td>Capitalisation boursière</td> <td>12 683 M\$</td> </tr> <tr> <td>CA</td> <td>843 M\$</td> <td>% marge Ebitda</td> <td>13%</td> <td>Ratio d'intensité capitalistique</td> <td>0,57</td> </tr> </table>	Pays	Etats-Unis	Employés	5 011	Capitalisation boursière	12 683 M\$	CA	843 M\$	% marge Ebitda	13%	Ratio d'intensité capitalistique	0,57	<p>■ Human Capital Management (HCM)</p>			
	Pays	Etats-Unis	Employés	5 011	Capitalisation boursière	12 683 M\$											
CA	843 M\$	% marge Ebitda	13%	Ratio d'intensité capitalistique	0,57												
Workday. Inc.	<p>Workday fournit des applications d'entreprise de gestion de ressources humaines et financières en cloud computing dans le monde entier. Elle propose notamment les solutions suivantes :</p> <ul style="list-style-type: none"> - Une application de gestion financière Workday (gestion comptable, de projets, etc.) - Une application de gestion du capital humain (HCM), comprenant la gestion des ressources humaines (paie, planning, gestion du temps, avantages sociaux), la gestion globale des talents, ainsi qu'un langage universel de compétences alimenté par l'apprentissage automatique pour aider à trouver, utiliser, développer et retenir les talents. <p>Workday propose également des solutions de planification, d'analyse et autres, dont Insights Business Planning Cloud, pour la planification des finances, des ressources humaines et des ventes ; Workday Prism Analytics, outil de rassemblement de données et d'analyse financière et humaine pour prendre des décisions commerciales ; Workday Student, un SI pour les collèges et les universités ; et Workday Data-as-a-Service, qui fournit des données aux clients pour la prise de décision.</p>	<p>■ United States ■ Other Countries</p>															
	<table border="1"> <tr> <td>Pays</td> <td>Etats-Unis</td> <td>Employés</td> <td>12 200</td> <td>Capitalisation boursière</td> <td>45 028 M\$</td> </tr> <tr> <td>CA</td> <td>3 821 M\$</td> <td>% marge Ebitda</td> <td>-10%</td> <td>Ratio d'intensité capitalistique</td> <td>-0,03</td> </tr> </table>	Pays	Etats-Unis	Employés	12 200	Capitalisation boursière	45 028 M\$	CA	3 821 M\$	% marge Ebitda	-10%	Ratio d'intensité capitalistique	-0,03	<p>■ Cloud Applications</p>			
	Pays	Etats-Unis	Employés	12 200	Capitalisation boursière	45 028 M\$											
CA	3 821 M\$	% marge Ebitda	-10%	Ratio d'intensité capitalistique	-0,03												
Paycom Software. Inc.	<p>Paycom Software, Inc. est un éditeur de logiciels de gestion du capital humain (HCM) basés sur le cloud pour les petites et moyennes entreprises aux États-Unis dont l'offre répond à l'ensemble des segments du secteur.</p> <p>La solution HCM de l'entreprise offre une suite d'applications dans les domaines de l'acquisition de talents (suivi des candidats, vérification des antécédents, intégration), la gestion du temps et du travail, la gestion des talents</p> <p>Paycom fournit également des applications de paie.</p> <p>En outre, la solution HCM de l'entreprise propose des applications de gestion des ressources humaines (approbation des demandes de congés et des remboursements de frais, échange direct de données, administration des avantages sociaux/prestations au transporteur...) et l'outil de communication ask here permettant de poser des questions liées au travail.</p>	<p>■ United States</p>															
	<table border="1"> <tr> <td>Pays</td> <td>Etats-Unis</td> <td>Employés</td> <td>3 765</td> <td>Capitalisation boursière</td> <td>18 394 M\$</td> </tr> <tr> <td>CA</td> <td>780 M\$</td> <td>% marge Ebitda</td> <td>32%</td> <td>Ratio d'intensité capitalistique</td> <td>0,52</td> </tr> </table>	Pays	Etats-Unis	Employés	3 765	Capitalisation boursière	18 394 M\$	CA	780 M\$	% marge Ebitda	32%	Ratio d'intensité capitalistique	0,52	<p>■ Internet Software & Services</p>			
	Pays	Etats-Unis	Employés	3 765	Capitalisation boursière	18 394 M\$											
CA	780 M\$	% marge Ebitda	32%	Ratio d'intensité capitalistique	0,52												

HORIZONTAL SOFTWARE - Rapport de l'expert indépendant

Société	Description activité	Répartition géographique du CA			
Cornerstone OnDemand, Inc.	<p>Cornerstone OnDemand et ses filiales fournissent des solutions d'apprentissage et de développement du personnel en mode SaaS dans le monde entier.</p> <p>Sa solution de développement du personnel d'entreprise comprend quatre suites de produits :</p> <ul style="list-style-type: none"> - Recruiting Suite, qui aide les organisations à attirer, à embaucher et à intégrer les bons employés ; - Learning Suite, logiciel de gestion de l'apprentissage pour soutenir la conformité, le partage des connaissances et la formation de développement à l'initiative des employés ; - Performance Suite, outil pour gérer la définition des objectifs, les évaluations des performances, les évaluations des compétences, les plans de développement, le retour d'information continu, la gestion des rémunérations et la planification des successions ; - HR Suite, qui fournit une vue agrégée de toutes les données sur les employés avec des capacités de planification des effectifs, de gestion en libre-service et de rapports de conformité. <p>Cornerstone OnDemand propose également des services professionnels, notamment la configuration d'applications, l'intégration de systèmes, la réingénierie des processus d'entreprise, la gestion du changement et la formation.</p>	<p>■ United States ■ All Other Countries</p>			
	<p>Répartition sectorielle du CA</p> <p>■ Software & Programming</p>				
	Pays	Etats-Unis	Employés	2 000	Capitalisation boursière
CA	587 M\$	% marge Ebitda	3%	Ratio d'intensité capitalistique	-0,14

Société	Description activité	Répartition géographique du CA			
Automatic Data Processing, Inc.	<p>Automatic Data Processing édite des solutions de gestion du capital humain en mode cloud dans le monde entier. Elle opère à travers deux segments, les services aux employeurs et les services professionnels aux organisations d'employeurs (PEO).</p> <p>Elle offre aux employeurs des plateformes stratégiques basées sur le cloud et des solutions d'externalisation des ressources humaines (RH). Son offre comprend des services de paie, d'administration des avantages sociaux, de gestion des talents, de gestion des ressources humaines, de gestion des effectifs, d'assurance, de retraite et de conformité.</p> <p>Le segment des services PEO fournit des solutions d'externalisation des RH par le biais d'un modèle de co-emploi. Il offre des services de protection et de conformité, d'engagement des talents, d'externalisation complète et d'externalisation des processus de recrutement.</p>	<p>■ United States ■ Europe ■ Canada ■ Other</p>			
	<p>Répartition sectorielle du CA</p> <p>■ Employer Services ■ Professional Employer Organization (PEO) Services</p>				
	Pays	Etats-Unis	Employés	58 000	Capitalisation boursière
CA	14 757 M\$	% marge Ebitda	24%	Ratio d'intensité capitalistique	0,16

Société	Description activité	Répartition géographique du CA			
Talend	<p>Talend S.A. fournit une plate-forme logicielle pour répondre aux besoins d'intégration informatique dans divers secteurs d'activité en Amérique, en Europe, au Moyen-Orient, en Afrique et en Asie-Pacifique. Elle conçoit et développe Talend Data Fabric, qui comprend une suite d'applications comprenant l'intégration de données, l'intégration de données volumineuses, l'intégration d'applications et de cloud, le catalogue de données et la conception et le test d'API, ainsi que la gestion des données de référence et des produits de préparation de données en libre-service qui permettent aux utilisateurs de collecter, transformer, gouverner et partager des données. La plateforme logicielle Talend Data Fabric de la société intègre des données et des applications en temps réel dans des environnements de données volumineuses et de cloud, ainsi que dans des systèmes traditionnels, ce qui permet aux organisations de développer une vue unifiée de leur activité et de leurs clients. Elle fournit également un support technique, ainsi que des services de conseil et de formation.</p>	<p>■ Americas ■ EMEA (Excluding France) ■ France ■ Other</p>			
	<p>Répartition sectorielle du CA</p> <p>■ Internet Software & Services</p>				
	Pays	France	Employés	1 219	Capitalisation boursière
CA	258 M€	% marge Ebitda	-20%	Ratio d'intensité capitalistique	-0,17

Société	Description activité	Répartition géographique du CA				
Pharmagest Interactive	Pharmagest Interactive SA s'engage dans le développement et la commercialisation de solutions informatiques pour les pharmacies et l'industrie pharmaceutique en Europe. Elle propose LGPI, un logiciel de gestion commerciale pour les pharmacies, une gamme de logiciels SABCO pour les pharmacies en Belgique, le logiciel phare OFFICINE 2016 pour les pharmacies au Luxembourg et OFFIDOSE 2.0, un logiciel de gestion commerciale pour les pharmacies. La société fournit également des solutions robotisées pour les pharmacies, et distribue des médicaments. En outre, elle propose TITAN, une suite logicielle intégrée et modulaire pour les maisons de retraite et les entités qui accueillent des personnes âgées pour des soins de jour ; et des solutions connectées, sécurisées et orientées vers le patient pour les professionnels de la santé. La société propose un robot permettant la préparation des doses et les administrations, des piluliers connectés, des logiciels permettant le contrôle de l'observance ainsi que des services d'application par téléphone mobile. Elle propose des solutions de financement des biens locatifs dans le secteur des services; une passerelle informatique entièrement Web, qui sert de plaque tournante pour accéder aux partenaires financiers, ainsi que pour gérer les étapes du financement des ventes et des équipements; et des services informatiques pour les grossistes et les distributeurs de produits pharmaceutiques.					
	Pays	France	Employés	1 057	Capitalisation boursière	1 151 M€
	CA	159 M€	% marge Ebitda	26%	Ratio d'intensité capitalistique	0,13
Société	Description activité	Répartition géographique du CA				
Esker	Esker SA fournit des solutions d'automatisation du traitement des documents en France et à l'international. Elle propose aux services financiers et aux services à la clientèle de transformer numériquement leurs cycles de commande à l'encaissement et d'achat au paiement. La société fournit des technologies d'automatisation des documents, notamment Esker on Demand, un service de traitement des documents et d'échange d'informations basé sur le cloud qui permet aux entreprises d'automatiser les documents commerciaux ; Esker DeliveryWare, un produit d'automatisation des processus documentaires basé sur des licences ; Esker Fax/VSI-Fax, qui intègre le fax aux applications d'entreprise et aux plates-formes de messagerie ; et FlyDoc pour la distribution du courrier à la demande. Elle propose également des produits d'accès au serveur pour répondre aux besoins d'accès au serveur ; et une solution d'externalisation des processus d'entreprise qui gère le traitement et la validation des données de commande et de facturation. En outre, elle fournit des services de maintenance et des services connexes, tels que la formation et l'assistance à l'installation, l'externalisation des services de fax et de courrier, et les cartes de fax. La société est au service des secteurs des sciences de la vie, de l'industrie manufacturière, de l'alimentation et des boissons, de l'électronique et de la chimie.					
	Pays	France	Employés	663	Capitalisation boursière	672 M€
	CA	110 M€	% marge Ebitda	12%	Ratio d'intensité capitalistique	0,26
Société	Description activité	Répartition géographique du CA				
Sopra Steria Group	Sopra Steria Group SA fournit des services de conseil, d'intégration de systèmes, de numérique et de développement logiciel en France et à l'international. Elle opère à travers cinq segments : France, Royaume-Uni, Autre Europe, Sopra Banking Software, et Autres solutions. Elle offre des services de conseil, notamment des services de conseil en affaires et en technologie pour les grandes entreprises et les organismes publics ; des services d'intégration de systèmes qui couvrent le cycle de vie et les programmes de transformation des systèmes d'information ; et des services de cybersécurité. La société fournit également des logiciels pour les banques et les institutions financières, des services de gestion des ressources humaines et de l'immobilier, des services de gestion des processus métier et de l'infrastructure informatique, ainsi que des solutions de prêt pour les prêts automobiles et le financement d'actifs. Elle sert des clients dans les secteurs des services financiers, du secteur public, de l'aérospatiale, de la défense et de la sécurité intérieure, de l'énergie et des services publics, des télécommunications et des médias, des transports, des assurances et du commerce de détail.					
	Pays	France	Employés	44 719	Capitalisation boursière	2 344 M€
	CA	4 434 M€	% marge Ebitda	8%	Ratio d'intensité capitalistique	0,23

ANNEXE 8. PRESENTATION DES TRANSACTIONS DANS LE DOMAINE DES LOGICIELS HCM

Date	Acquéreur	Cible	Pays	Activité	VE (m\$)	Multiple de VE	
						C.A	EBITDA
févr-20	Cornerstone OnDemand	Saba Software	Etats-Unis	Solution cloud de gestion des talents	1 294,88	n.d.	n.d.
janv-20	Cornerstone OnDemand	Clustree	France	Solution de gestion des carrières	18,50	n.d.	n.d.
sept-19	Ceridian	Riteq	Australie	Solution Saas de HCM	20,10	n.d.	n.d.
juin-19	Automatic Data Processing	Softcom	Irlande	Services de gestion de paie	n.d.	n.d.	n.d.
nov-18	Cornerstone OnDemand	Grovo Learning	Etats-Unis	Services de formations	24,00	n.d.	n.d.
sept-18	Cornerstone OnDemand	Workpop	Etats-Unis	Plateforme de recrutement	18,09	n.d.	n.d.
août-18	Automatic Data Processing	Celergo	Etats-Unis	Services de gestion de paie	n.d.	n.d.	n.d.
juin-18	Workday	Rallyteam	Etats-Unis	Logiciel de recrutement et gestion des talents	n.d.	n.d.	n.d.
févr-18	Exponent private Equity	CEB Talent Assessment	Royaume-Uni	Solution d'évaluation des talents	400,00	nd	10,5 X
janv-18	Automatic Data Processing	WorkMarket	Etats-Unis	Plateforme de gestion des freelances	125,00	n.d.	n.d.
janv-18	Workday	Skipiflag	Etats-Unis	Logiciel d'organisation des connaissances et des données en entreprise	n.d.	n.d.	n.d.
janv-18	Asure software	TelePayroll	Etats-Unis	Services de gestion du temps et des présences, paie en ligne, fiscalité et conformité, gestion du capital humain, indemnisation des travailleurs, recrutement, retraite, assurance, etc.	12,10	n.d.	n.d.
déc-17	Horizontal Software	Formaeva	France	Logiciel d'évaluation de la formation	0,94	0,8 X	n.d.
août-17	Pershing Square Capital Management	Automatic Data Processing	Etats-Unis	Editeur de logiciels et cloud pour la gestion du capital humain	n.d.	n.d.	n.d.
mai-17	Asure software	iSystems	Etats-Unis	Logiciel RH et paie	74,48	5,9 X	96,3 X
mai-17	Asure software	Compass HRM	Etats-Unis	Solutions IT de gestion des RH	6,00	n.d.	n.d.
mai-17	Blackstone Group	Alight Solutions	Etats-Unis	Logiciels de ressources humaines et finance en mode cloud	4 800,00	2,1 X	12,1 X
janv-17	Automatic Data Processing	The Marcus Buckingham Company	Etats-Unis	Services de formation	105,00	n.d.	n.d.
déc-16	Argos Wityu Partners	Talentia Software	France	Editeur de logiciels Comptabilité, Paie, RH et gestion de la performance d'entreprises	n.d.	n.d.	n.d.
sept-16	Workday	Pattern Technologies	Etats-Unis	Cloud et espaces de travail virtuel destinés aux équipes de ventes	n.d.	n.d.	n.d.
juil-16	Oracle	Netsuite	Etats-Unis	Logiciels applicatifs cloud	8 708,58	9,7 X	n.d.
juin-16	Workday	Zaption	Etats-Unis	Services de formation en vidéo	n.d.	n.d.	n.d.
juin-16	Talentsoft	E-Doceo	France	Services de formation en ligne	n.d.	n.d.	n.d.
mars-16	Asure software	Mangrove Software	Etats-Unis	Saas app de gestion du capital humain	18,38	n.d.	n.d.
janv-16	Sterling	Talentwise	Etats-Unis	Solutions Saas de recrutement	n.d.	n.d.	n.d.
				Moyenne		5,5 X	n.d.
				Médiane		5,9 X	n.d.

ADDENDUM AU RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE

VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIETE HORIZONTAL SOFTWARE

INITIEE PAR HSW DEVELOPPEMENT, FILIALE A 100% D'EXTENSE-HEALTH FUND II S.L.P.

En complément de notre rapport d'expertise émis le 5 octobre 2020, le présent addendum détaille d'abord l'analyse de valeur d'après les cours de bourse arrêtés au 12 juin 2020, précise, ensuite, l'existence d'une obligation de présence attachée à l'attribution à venir d'actions gratuites au bénéfice de M. Jean Mounet et Mme Ingrid Eeckhout et enfin, met à jour notre appréciation du prix d'Offre des actions par la banque présentatrice afin de prendre en compte les compléments apportés dans la note d'information définitive.

A. Analyse des cours bourse à la date du 12 juin 2020

Comme indiqué dans notre rapport à la page 42, Horizontal Software a effectué la première annonce au marché du principe et des conditions financières de l'Offre le 12 juin 2020, date correspondant, en pratique, à la date de pré-offre.

Nous présentons ci-après l'analyse de valeur d'après les cours de bourse arrêtés au 12 juin 2020.

Entre la date d'annonce de l'opération envisagée (le 24 avril 2020) et la date d'annonce du principe et des conditions financières du projet d'Offre (le 12 juin 2020), des événements susceptibles d'avoir eu un impact sur les cours sont intervenus :

- Publication du rapport financier annuel de l'exercice clos au 31 décembre 2019, le 30 avril 2020 ;
- Assemblée générale de la société, le 2 juin 2020, au cours de laquelle a été approuvée l'augmentation de capital dilutive à un prix de 0,5 € par action et marquant l'entrée au capital d'Extens.

Le tableau suivant présente le cours moyen pondéré d'Horizontal Software sur différentes périodes de référence et le volume d'actions échangées à la date du 12 juin 2020 :

Au 12 juin 2020	Spot	1 mois (20 jours)	3 mois (60 jours)	6 mois (120 jours)	9 mois (180 jours)	1 an
Cours moyen pondéré par les volumes (€)	0,70	0,65	0,73	0,87	0,90	1,11
Prime / Décote induite par l'offre	48,6%	59,7%	41,9%	19,5%	15,1%	-6,2%
Cours le plus haut (€)	-	0,75	0,99	1,30	1,30	1,85
Cours le plus bas (€)	-	0,62	0,62	0,62	0,62	0,62
Volume moyen quotidien	-	277	1 235	1 233	1 088	1 306
Volume max	-	1 410	22 470	22 470	22 470	30 690
Volume cumulé	-	5 540	74 110	147 960	195 750	334 270
Nb de jours avec échanges	-	10	31	69	95	132
Nb de jours de bourse	-	20	60	120	180	256
Pourcentage de jours avec échanges	-	50%	52%	58%	53%	52%

Selon l'horizon retenu pour le calcul des moyennes pondérées de cours, le Prix d'Offre fait ressortir des primes comprises dans une fourchette entre -6,2% (période de 1 an) et +59,7% (période d'un mois).

Conformément à l'article 233.3 du RG AMF, nous constatons que le prix de l'Offre de 1,04 € est supérieur à la moyenne pondérée des cours des 60 jours de négociation précédant la date du 12 juin 2020, faisant apparaître une prime de 41,9% par rapport à cette moyenne.

Cette approche complémentaire met en évidence des niveaux de primes significatives, en particulier sur la période de 3 mois précédant la date du 12 juin 2020, qui confortent les analyses présentées dans notre attestation d'équité et ne modifient donc pas la conclusion de nos travaux.

B. Accords connexes – mise à jour des conditions d'attribution des actions gratuites

Les actionnaires agissant de contrôle ont ajouté une condition de présence d'une durée d'un an, à partir de la date d'attribution d'actions gratuites à M. Jean Mounet et à Mme Ingrid Eeckhout.

Cette disposition complète la description de l'accord connexe détaillé au §2.6.3 de notre rapport d'expertise « Emission d'actions gratuites » (page 17). Elle renforce le caractère de fidélisation du dispositif envisagé et ne modifie donc pas notre conclusion sur l'absence de modification des conditions de l'Offre.

C. Mise à jour de l'appréciation du prix d'Offre par la banque présentatrice.

Les travaux de présentation du prix d'Offre par la banque présentatrice ont été complétés dans la note d'information définitive. Les principales modifications ont porté sur les éléments suivants :

- La trésorerie nette a été déterminée à la date du 30 juin 2020. Cette date est plus proche de celle retenue par Advolis. Sur cette base, la valeur par action issue de la méthode DCF s'élève, en définitive, à 0,85 € par action.
- La référence au cours de bourse a été calculée à la date du 12 juin 2020, identique à la date retenue par Advolis dans le présent Addendum.
- Les paramètres d'actualisation ont été recalculés au 7 octobre 2020, modifiant à la marge le taux d'actualisation.
- La valorisation d'après les comparables boursiers a été actualisée eu 7 octobre 2020, aboutissant à une valeur de 0,88 € par action (échantillon intégral) et de 0,71 € par action (échantillon retreint).

Le tableau présenté ci-dessous synthétise l'ensemble des méthodes de valorisation, et leurs résultats, mises en application par la Société Conseil et l'Expert indépendant :

Valeur par action (en €)	Société Conseil			Expert indépendant		
	Valeur basse	Valeur centrale	Valeur haute	Valeur basse	Valeur centrale	Valeur haute
Cours de bourse						
Spot au 24/04/2020				-	0,85	-
CMPV 1 mois				-	0,84	-
CMPV 3 mois		non retenu par la société conseil dans son analyse		-	1,01	-
CMPV 6 mois				-	1,00	-
CMPV 9 mois				-	-	-
CMPV 12 mois				-	1,10	-
Cours de bourse						
Spot au 12/06/2020	-	0,70	-	-	0,70	-
CMPV 1 mois	-	0,65	-	-	0,65	-
CMPV 3 mois	-	0,73	-	-	0,73	-
CMPV 6 mois	-	0,87	-	-	0,87	-
CMPV 9 mois	-	0,90	-	-	-	-
CMPV 12 mois	-	1,11	-	-	1,11	-
Cours de bourse						
Spot au 04/09/2020	-	0,81	-			
CMPV 1 mois	-	0,81	-			
CMPV 3 mois	-	0,83	-			
CMPV 6 mois	-	0,80	-		non retenu par l'expert indépendant dans son analyse	
CMPV 9 mois	-	0,85	-			
CMPV 12 mois	-	0,88	-			
Méthode DCF	0,75	0,85	0,98	0,76	0,82	0,89
Comparables boursiers	0,71	-	0,88	0,78	0,93	1,01
Transactions sur le capital 2020	-	0,50	-	-	0,50	-

Sur la base de ces analyses complémentaires, nos conclusions restent inchangées.

Le tableau ci-après récapitule les fourchettes de valeurs de l'action Horizontal Software auxquelles nous parvenons ainsi que les primes et décotes extériorisées par le prix de 1,04 € par action, proposé dans le cadre de la présente Offre :

Synthèse des primes et décotes par rapport au prix de l'Offre			
	Valeur de l'action (en €)	Prime / décote induite (en %)	
Prix de l'Offre	1,04	-	
Cours de bourse (annonce projet 24 avril 2020)	Spot au 24/04/2020	0,85	22,4%
	Cours moyen pondéré 1 mois	0,84	23,9%
	Cours moyen pondéré 3 mois	1,01	3,1%
	Cours moyen pondéré 6 mois	1,00	3,9%
	Cours moyen pondéré 12 mois	1,10	-5,7%
Cours de bourse (12 juin 2020)	Spot au 12/06/2020	0,70	48,6%
	Cours moyen pondéré 1 mois	0,65	59,7%
	Cours moyen pondéré 3 mois	0,73	41,9%
	Cours moyen pondéré 6 mois	0,87	19,5%
	Cours moyen pondéré 12 mois	1,11	-6,2%
DCF	Valeur basse	0,76	37,2%
	Valeur centrale	0,82	26,3%
	Valeur haute	0,89	16,5%
Transactions sur le capital 2020	0,50	108,0%	
Comparables Boursiers	Valeur basse	0,78	33,9%
	Valeur centrale	0,93	11,8%
	Valeur haute	1,01	2,9%

Nous sommes d'avis, à la date du présent rapport, que le prix de l'Offre de 1,04 € par action, est équitable, d'un point de vue financier, pour les actionnaires d'Horizontal Software au regard des risques supportés par les détenteurs de ces instruments, y compris dans le cadre du retrait obligatoire.

En outre, l'analyse des accords connexes et autres accords susceptibles d'avoir une influence sur le prix de l'Offre a permis de conclure qu'ils ne constituent pas des avantages et n'ont pas modifié les conditions de l'Offre.

Paris, le 5 novembre 2020

ADVOLIS



Hugues de Noray
Associé