

PROJET DE NOTE D'INFORMATION ETABLI PAR LA SOCIETE



EN REPONSE

AU PROJET D'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE VISANT LES ACTIONS D'HUBWOO

INITIEE PAR PERFECT COMMERCE SA



UNE SOCIETE DU GROUPE



PRESENTEE PAR



BANQUE PRESENTATRICE



Le présent projet de note d'information en réponse a été déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« AMF ») le 17 janvier 2018 conformément aux dispositions de l'article 231-26 de son règlement général. Il a été établi conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF.

**CETTE OFFRE ET LE PROJET DE NOTE D'INFORMATION
RESTENT SOUMIS A L'EXAMEN DE L'AMF**

Le présent projet de note d'information en réponse (le « **Projet de Note en Réponse** ») est disponible sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et d'Hubwoo (www.hubwoo.com) et peut être obtenu sans frais auprès de :

- **Hubwoo**, 26-28, quai Gallieni – 92150 Suresnes, et
- **Banque Delubac & Cie**, 10 rue Roquépine – 75008 Paris.

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la société Hubwoo, 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	5
1.3. Rappel des principaux termes de l'Offre	5
1.4. Procédure et calendrier de l'Offre.....	6
1.5. Motifs de l'Offre.....	6
2. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE HUBWOOT ET INTENTIONS.....	7
2.1. Avis motivé du conseil d'administration.....	7
2.2. Intentions des membres du conseil d'administration de Hubwoo	8
2.3. Intentions de la Société quant aux actions auto-détenues	8
3. ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE	9
4. ÉLÉMENTS CONCERNANT HUBWOOT SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE	9
4.1. Structure du capital de la Société	9
4.2. Participations directes ou indirectes au sein du capital de Hubwoo ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuils ou d'une déclaration d'opération sur titres. 9	
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	10
4.3.1. Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote ou aux transferts d'actions 10	
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 Hubwoo (article L. 233-11 du code de commerce)	10
4.4. Participations directes et indirectes représentant plus de 5% du capital social et des droits de vote de Hubwoo.....	10
4.5. Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci	11
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	11
4.7. Accords entre actionnaires dont Hubwoo a connaissance pouvant entraîner des restrictions relatives aux transferts d'actions ou à l'exercice des droits de vote	11
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.....	11
4.8.1. Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration	11
4.8.2. Règles applicables à la modification des statuts	12
4.9. Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier relatifs à l'émission ou au	

rachat de titres.....	12
4.10. Accords conclus par Hubwoo qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de Hubwoo ou en cas de radiation de Hubwoo de la cote	13
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	13
5. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	14
6. MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE	14
7. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DU PROJET DE NOTE EN REPONSE	14
ANNEXE - RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	15

1. RAPPEL DES PRINCIPALES CONDITIONS DE L'OFFRE

1.1. Présentation de l'Offre

En application de l'article L.433-1 du Code monétaire et financier et conformément au Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 231-1, 233-1 2° et 234-2 du règlement général de l'AMF, Perfect Commerce S.A., société régie par le droit luxembourgeois, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Luxembourg sous le numéro B 197510, dont le siège social est situé 19, rue de Bitbourg L-1273 Luxembourg (l'« **Initiateur** »), s'est irrévocablement engagée auprès de l'AMF à offrir aux actionnaires de la société Hubwoo, société anonyme à conseil d'administration au capital de 13.634.552,70 euros, dont le siège social est situé 26-28, Quai Gallieni, 92150 Suresnes immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 377 945 233 (« **Hubwoo** » ou la « **Société** ») et dont les actions sont admises aux négociations sur le Compartiment C du marché réglementé d'Euronext Paris (« **Euronext Paris** ») sous le code ISIN FR0004052561, mnémonique "HBW.NX" (les « **Actions** ») d'acquérir la totalité de leurs actions Hubwoo dans les conditions décrites ci-après au prix de 0,20 euro par actions Hubwoo (l'« **Offre** »).

L'Offre revêt un caractère obligatoire en raison du franchissement à la hausse, de manière indirecte, du seuil de 30% du capital et des droits de vote de Hubwoo, résultant de l'acquisition par Proactis US Holdings, Inc., société régie par le droit américain, dont le siège social est situé 2,111 East Highland Avenue, Suite B-375, Phoenix AZ 85016, Etats-Unis (« **Proactis** »), une filiale à 100% de Proactis Holdings PLC, de la totalité du capital du Perfect Commerce LLC, (« **Perfect Commerce** »), laquelle détenait, par l'intermédiaire de Perfect Commerce SA, 107.643.405 actions représentant autant de droits de vote de Hubwoo, soit 78,95% du capital et des droits de vote de la Société. Le groupe Proactis ayant fait l'objet d'une restructuration, Proactis Holdings PLC détient désormais 100% du capital et des droits de vote de la société Proactis Overseas Limited qui détient 100% du capital et des droits de vote de l'Initiateur qui détient lui-même 78,95% du capital et des droits de vote d'Hubwoo.

L'Offre vise la totalité des actions émises par la Société non détenues par l'Initiateur à la date du dépôt de l'Offre, soit 28.702.122 actions ordinaires.

L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée et a été déposée en application des articles 233-1 2° et 234-2 du règlement général de l'AMF.

Banque Delubac & Cie, en tant qu'établissement présentateur de l'Offre, a déposé le projet d'Offre (dont le projet de note d'information) auprès de l'AMF pour le compte de l'Initiateur le 17 janvier 2018.

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, Banque Delubac & Cie garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

La durée de l'Offre sera de 10 jours de négociation.

1.2. Contexte de l'Offre

Proactis a conclu le 7 juillet 2017 un protocole d'accord en vue de l'acquisition de la totalité du capital de Perfect Commerce qui détenait, par l'intermédiaire de Perfect Commerce SA, 78,95% du capital et des droits de vote de Hubwoo.

Proactis est une filiale à 100% de la société Proactis Holdings PLC, une société de droit anglais spécialisée dans les solutions de contrôle du spend.

Proactis Holdings PLC est cotée sur le marché AIM (London Stock Exchange).

Dans le cadre de ce protocole, la cession restait soumise à la réalisation de conditions suspensives dont notamment l'accord des actionnaires de Proactis Holdings PLC.

Suite à l'obtention de cet accord et à l'accomplissement des conditions suspensives relatives à la cession, celle-ci a été définitivement réalisée le 4 août 2017.

De ce fait, la société Proactis a déclaré à l'AMF et à la Société avoir franchi (via la société Perfect Commerce SA) notamment le seuil de 30% du capital et des droits de vote, générant ainsi l'obligation de déposer une offre publique visant les actions de Hubwoo.

Le prix de l'offre, fixé à 0,20 euro, correspond à l'approche multicritère mise en place par Banque Delubac & Cie, banque présentatrice.

Le Conseil d'Administration de Hubwoo est composé, à la date du présent projet de note en réponse, de cinq membres :

- Monsieur George Hampton WALL JR,
- Madame Nicole Tinkham LOWE, et,
- Monsieur Timothy SYKES,
- Monsieur Sean MCDONOUGH, et
- Madame Rachel ROLLINSON.

1.3. Rappel des principaux termes de l'Offre

En application des dispositions des articles 231-13 et suivants du règlement général de l'AMF, Banque Delubac & Cie en qualité d'établissement présentateur agissant pour le compte de l'Initiateur, a déposé le 17 janvier 2018 le projet d'Offre 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 garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur, dans le cadre de l'Offre.

L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée et a été déposée en application des articles 233-1 2° et 234-2 du règlement général de l'AMF.

L'Initiateur s'engage irrévocablement à acquérir auprès des actionnaires de la Société toutes les actions de la Société non détenues par l'Initiateur visées par l'Offre qui seront apportés à l'Offre au prix de 0,20 euro pendant la durée de l'Offre.

Retrait obligatoire et radiation d'Euronext Paris

L'Initiateur n'a pas l'intention de procéder à un retrait obligatoire ni à une offre publique de retrait.

L'Initiateur se réserve la possibilité de demander à Euronext Paris la radiation de la cotation d'Euronext Paris des actions de la Société conformément aux règles de marché d'Euronext Paris et sous réserve du droit d'opposition de l'AMF.

Fusion - réorganisation juridique

L'Initiateur se réserve le droit de procéder à une fusion ou à d'autres opérations d'apport, selon des principes et des modalités encore à l'étude. Si un projet de fusion (ou opérations d'apport visées par l'article 236-6 du Règlement Général de l'AMF, le cas échéant) devait être décidé, il fera l'objet d'un examen par l'AMF en application de l'article 236-6 de son Règlement Général.

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 2.5 du Projet de Note d'Information.

Il est précisé que l'Offre est faite aux actionnaires de Hubwoo 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 le Projet de Note d'Information.

1.5. Motifs de l'Offre

L'Offre revêt un caractère obligatoire conformément aux dispositions de l'article 234-2 du règlement général de l'AMF compte tenu du franchissement de seuil de 30% du capital et des droits de vote de Hubwoo, de manière indirecte par Proactis.

Elle sera réalisée selon la procédure simplifiée et est ainsi déposée en application des articles 233-1 2° et 234-2 du règlement général de l'AMF.

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

2.1. Avis motivé du conseil d'administration

Le Conseil d'administration de la Société s'est réuni le 12 janvier 2018, sur convocation de son président et, à l'unanimité, l'ensemble des administrateurs (soit George Hampton WALL, Nicole Tinkham LOWE, Timothy SYKES, Sean MCDONOUGH et Rachel ROLLINSON) étant présents ou représentés, a rendu l'avis motivé suivant sur l'Offre :

*«Le Conseil d'administration a pris connaissance du projet d'Offre publique d'achat simplifiée de la société Proactis visant les actions émises par Hubwoo, des éléments d'appréciation du prix de l'Offre, du rapport du cabinet Farthouat Finance, représenté par Madame Marie-Ange Farthouat, agissant en qualité d'expert indépendant (l'« **Expert Indépendant** »), préparé au titre des dispositions de l'article 261-1-I-1° du Règlement Général de l'AMF. Le Conseil d'administration constate que le prix offert par Proactis dans le cadre de l'Offre, est de 0,20 euro par action Hubwoo.*

Après avoir constaté que :

- *le prix de 0,20 euro par action représente une prime de 25% par rapport au cours de clôture de la Société le 18 octobre 2017 (date de suspension de la cotation des actions Hubwoo) et de 25% par rapport à la moyenne des cours pondérés par les volumes sur la période de 20 jours de bourse expirant le 18 octobre 2017 (inclus) ;*
- *le cabinet Farthouat Finance, représenté par Madame Marie-Ange Farthouat, agissant en qualité d'expert indépendant (l'« **Expert Indépendant** ») a conclu au caractère équitable, pour les actionnaires de la Société, du prix par action de 0,20 euro proposé par Proactis dans le cadre de l'Offre.*

Le Président indique au Conseil d'administration qu'il doit rendre un avis motivé sur le projet d'Offre initié par Perfect Commerce SA et, notamment, sur l'intérêt que cette Offre présente ainsi que ses conséquences pour la Société, ses actionnaires et ses salariés, conformément aux dispositions de l'article 231-19 4° du Règlement Général de l'AMF.

Le Conseil d'administration a pris connaissance des documents suivants :

- *le projet de note d'information établi par l'Initiateur tel qu'il envisage de le déposer auprès de l'AMF, contenant notamment les motifs et intentions de ce dernier et la synthèse des éléments d'appréciation du prix de l'Offre préparé par Banque Delubac et Cie, établissement présentateur de l'Offre ;*
- *le rapport établi par l'Expert Indépendant conformément aux articles 261-1-I-1° et suivant du Règlement Général de l'AMF ;*
- *le projet de note en réponse de la Société prévu par les articles 231-19 et 231-26 du Règlement Général de l'AMF ; et*
- *les projets de documents « Autres Informations » sur les caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de Hubwoo et Proactis prévus par l'article 231-28 du Règlement Général de l'AMF.*

Après examen de ces documents des termes de l'Offre et des intentions de Proactis sur les douze prochains mois, les membres du Conseil d'administration ont procédé à un échange de vue sur l'ensemble des ces éléments et ont constaté que :

- l'Offre revêt un caractère obligatoire en application de l'article 234-2 du Règlement Général de l'AMF, en raison du franchissement en hausse de manière indirecte, du seuil de 30% du capital et des droits de vote de Hubwoo, résultant de l'acquisition par Proactis de la totalité du capital de Perfect Commerce laquelle détient 78,95% du capital et des droits de vote de Hubwoo ;
- l'Initiateur s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité et de développement de la Société. Il envisage de l'accompagner dans le développement de ses activités existantes et de poursuivre sa stratégie, et le succès de l'Offre ne devrait par conséquent pas avoir d'incidence particulière sur la politique poursuivie par la Société, notamment en matière d'emploi ;
- l'Expert Indépendant, ayant examiné l'ensemble des termes du projet d'Offre, a donc conclu au caractère équitable du Prix de l'Offre pour les actionnaires de la Société ;
- l'Offre représente une opportunité de liquidité immédiate pour l'ensemble des actionnaires de la Société qui apporteront leurs titres à l'Offre sur l'intégralité de leur participation.

Après avoir effectué toutes ces constatations, le Conseil d'administration, connaissance prise du rapport de l'Expert Indépendant et de l'évaluation de l'établissement présentateur de l'Offre, estime à l'unanimité que :

- le projet d'Offre est conforme à l'intérêt de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés ;
- les conditions financières de l'Offre sont équitables pour les actionnaires ;
- les conditions financières de l'Offre constituent une opportunité de cession satisfaisante pour les actionnaires minoritaires souhaitant bénéficier d'une liquidité immédiate et intégrale de leur participation au capital de la Société.

Ainsi, au vu de ces éléments et après en avoir délibéré, le Conseil d'administration, à l'unanimité, émet un avis favorable sur le projet d'Offre publique d'achat simplifiée, initiée par Proactis au prix de 0,20 euro par action, qu'il juge équitable et conforme aux intérêts de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés.

En conséquence, le Conseil d'administration recommande, à l'unanimité, aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'Offre. »

2.2. Intentions des membres du conseil d'administration de Hubwoo

A la connaissance de la Société et à la date du présent projet de note en réponse, les membres du conseil d'administration de Hubwoo 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 31 décembre 2017, 903.834 actions Hubwoo.

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

La Société n'a connaissance d'aucun accord et n'est partie à aucun accord susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation de l'Offre ou sur son issue.

4. ÉLEMENTS CONCERNANT HUBWOO SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

4.1. Structure du capital de la Société

A la date du Projet de Note en Réponse, le capital social est fixé à la somme de 13.634.552,70 euros réparti en 136.345.527 actions de 0,10 euro de nominal. Le nombre de droits de vote théorique s'établit à 136.345.527.

A la connaissance de la Société, selon les dernières informations sur les franchissements de seuils communiqués, les déclarations d'opérations en période de pré-offre et les informations transmises par le teneur de compte au 31 décembre 2017, le capital de la Société est réparti comme suit :

Actionnaires	Actions	% du capital social	Droits de vote effectifs	% des droits de vote effectifs	Droits de vote théoriques	% des droits de vote théoriques
Perfect Commerce	107.643.405	78,95	107.643.405	79,61	107.643.405	78,95
Flottant	27.798.288	20,39	27.798.288	20,39	27.798.288	20,39
Auto-détention	903.834	0,66	0	0,00%	903.834	0,66
Total	136.345.527	100	135.132.259	100	136.345.527	100

Au 31 décembre 2017, la Société détient 903.834 actions, représentant 0,66% du capital de la Société.

Il n'existe à la date du Projet de Note en Réponse, aucun droit, titre de capital ou instrument financier de la Société pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société.

4.2. Participations directes ou indirectes au sein du capital de Hubwoo 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 du Projet de Note en Réponse, le capital social de la Société est réparti ainsi qu'il est indiqué à la section 4.1 ci-dessus.

Depuis l'offre publique obligatoire initiée par Perfect Commerce sur les actions de Hubwoo en 2015, la Société n'a reçu aucune déclaration de franchissement de seuils, à l'exception :

- de la déclaration par Proactis le 11 août 2017 du franchissement indirect via Perfect Commerce des seuils de 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 1/3, 50% et 2/3 du capital et des droits de vote de Hubwoo,
- de la déclaration par Perfect Commerce SA le 12 août 2015 du franchissement des seuils de 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 1/3, 50% et 2/3 du capital et des droits de vote de Hubwoo.

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.

L'article 20 des statuts de la Société prévoit que tout actionnaire, agissant seul ou de concert, venant à détenir ou cesserait de détenir une fraction égale à 2,5 % du capital ou des droits de vote de la Société ou tout multiple de ce pourcentage, est tenu d'en informer par lettre recommandée avec avis de réception adressée à son siège social en précisant le nombre d'actions et de droits de vote détenus.

Le non-respect de déclaration des seuils statutaires donne lieu à privation des droits de vote dans les conditions prévues par la loi, sur demande d'un ou plusieurs actionnaires détenant ensemble au moins 5 % du capital de la Société.

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 Hubwoo (article L. 233-11 du code de commerce)

Aucune clause de convention prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions Hubwoo 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 Hubwoo

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 du Projet de Note en Réponse, aucun autre actionnaire que l'Initiateur ne détient 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 Hubwoo 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 du Projet de 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 10 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 six 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 10 des statuts de la Société, le nombre d'administrateurs personnes physiques et de représentants permanents de personnes morales, âgés de plus de 65 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.

A la date du Projet de Note en Réponse, le conseil d'administration est composé comme suit :

- Monsieur George Hampton WALL JR, Président directeur général,
- Madame Nicole Tinkham LOWE, administrateur,
- Monsieur Timothy SYKES, administrateur,
- Monsieur Sean MCDONOUGH, administrateur, et
- Madame Rachel ROLLINSON, administrateur.

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 :

Délégation consentie au conseil d'administration à l'effet de permettre l'émission d'actions et de toutes autres valeurs mobilières donnant accès au capital, avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires :

- Décidée par l'assemblée générale mixte du 15 juin 2016 (16^{ème} résolution) ;
- Montant nominal maximum de l'augmentation de capital : 4.000.000 € (hors clause d'extension d'un maximum de 15% de l'émission initiale telle que prévue par la 17^{ème} résolution et sous réserve d'un montant nominal maximal global d'augmentation de capital de 4.900.000 € prévu par la 20^{ème} résolution) ;
- Durée de validité : 26 mois à compter de l'assemblée générale ;
- Usage: Néant.

Délégation consentie au conseil d'administration à l'effet de permettre l'émission d'actions et de toutes autres valeurs mobilières donnant accès au capital, sans droit préférentiel de souscription en rémunération d'apports en nature portant sur des droits sociaux, titres de capital ou des valeurs mobilières donnant accès au capital :

- Décidée par l'assemblée générale mixte du 15 juin 2016 (18^{ème} résolution) ;
- Montant nominal maximum de l'augmentation de capital : 300.000 € ;
- Durée de validité : 26 mois à compter de l'assemblée générale.
- Usage au cours de l'exercice 2016 : Néant.

Autorisation conférée au conseil d'administration en vue de l'achat par la Société de ses propres actions :

- Décidée par l'assemblée générale mixte du 21 juin 2017 (7^{ème} résolution) ;
- Rachats d'actions possible en vue de :
 - o conserver les actions,

- assurer la liquidité des actions de la Société dans le cadre d'un contrat de liquidité conforme à une charte de déontologie reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers,
 - procéder à des opérations d'échange à la suite d'émissions de valeurs mobilières,
 - honorer des obligations liées à des programmes d'options d'achat d'actions, d'attributions gratuites d'actions, d'épargne salariale ou autres allocations d'actions aux salariés et dirigeants de la Société ou des sociétés qui lui sont liées,
 - la remise ultérieure à l'échange ou en paiement dans le cadre d'opérations éventuelles de croissance externe dans le respect des pratiques de marché admises par l'Autorité des Marchés Financiers, ou
 - annuler tout ou partie des actions ainsi rachetées, sous réserve de l'adoption de la huitième résolution ci-après et, alors, dans les termes qui y sont indiqués,
- Prix d'achat par action maximum : 1 € ;
 - Montant cumulé des achats maximum : 3.000.000 € ;
 - Durée de validité : 18 mois à compter de l'assemblée générale.
 - Usage : Néant.

Autorisation conférée au conseil d'administration en vue de l'annulation, en une ou plusieurs fois, dans la limite maximum de 10 % du montant du capital par période de vingt-quatre mois, les actions acquises par la Société et à procéder à due concurrence à une réduction du capital social

- Décidée par l'assemblée générale mixte du 21 juin 2017 (8^{ème} résolution) ;
- Durée de validité : 18 mois à compter de l'assemblée générale.
- Usage : Néant

4.10. Accords conclus par Hubwoo qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de Hubwoo ou en cas de radiation de Hubwoo 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 de l'article 261-1-I-1° du règlement général de l'AMF, la société a procédé le 21 novembre 2017 à la désignation du cabinet Farthouat Finance, représenté par Madame Marie-Ange Farthouat, en qualité d'expert indépendant, chargé d'établir un rapport sur les conditions financières de l'offre.

Dans le cadre de la mission qui lui a été confiée, le cabinet Farthouat Finance a rendu un rapport le 12 janvier 2018, reproduit en annexe du présent projet de 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 Hubwoo 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 publique d'achat simplifiée. Ce document sera également mis à la disposition du public selon les mêmes modalités.

7. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DU PROJET DE NOTE EN REPONSE

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

Fait à Suresnes, le 17 janvier 2018
Monsieur George H. WALL
Président directeur général d'Hubwoo

Cette offre et le présent projet de note d'information restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

ANNEXE - RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT-FARTHOUAT FINANCE-DANS LE CADRE
DU PROJET D'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT INITIEE SUR LES ACTIONS DE
HUBWOO.

Janvier 2018

Dans le cadre de l'Offre Publique d'Achat initiée par PROACTIS sur les actions de HUBWOO, Farthouat Finance a été désigné comme expert indépendant au titre de l'article 261-1-I-1¹ du règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers afin de se prononcer sur le caractère équitable du prix offert de 0,20€ par action HUBWOO.

I-CONTEXTE DE LA MISSION ET DILIGENCES EFFECTUEES

Contexte de la mission

Le 7 Juillet 2017, PROACTIS Holding Plc (« PROACTIS ») a annoncé l'acquisition de Perfect Commerce LLC (« Perfect Commerce »), société mère et actionnaire majoritaire détenant 78,95% de HUBWOO SA².

PROACTIS a franchi indirectement à la hausse le seuil de détention de 30% du capital et des droits de vote d'HUBWOO.

En application de la réglementation AMF, cela emporte l'obligation pour PROACTIS de lancer une offre publique d'achat sur les actions HUBWOO.

Cette acquisition, qui fait suite à celle du groupe Millstream, permet à PROACTIS d'élargir considérablement sa base internationale de clients et doit induire des synergies commerciales et de coûts selon la communication faite par l'acquéreur au moment de la transaction.

Le 19 octobre 2017 PROACTIS a annoncé qu'il déposerait dans les meilleurs délais une offre publique d'achat portant sur la totalité des actions HUBWOO non détenues directement ou indirectement et qu'il envisageait de mettre en œuvre un retrait obligatoire des actions de HUBWOO à l'issue de l'offre si les conditions étaient réunies. Il était précisé que conformément à l'article 261-1 du règlement général de l'AMF, un expert indépendant serait nommé afin de se prononcer sur le caractère équitable du prix proposé dans le cadre de l'offre.

PRESENTATION DE FARTHOUAT FINANCE ET DECLARATION D'INDEPENDANCE

Farthouat Finance, qui a été créée en 2008, intervient sur des missions d'évaluation, d'expertise et d'analyse financière indépendante. Détenue par son management, Farthouat Finance a un positionnement lui permettant d'éviter les conflits d'intérêts. Farthouat Finance dispose des moyens nécessaires à l'exécution de ses missions, notamment des bases de données permettant la mise en œuvre d'une évaluation multicritères. Les missions d'expertise et d'évaluation sont menées par Marie-Ange Farthouat, qui a plus de 20 ans d'expérience en analyse financière et évaluation et qui a réalisé plus de 70 opérations

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

Il en est ainsi notamment dans les cas suivants :

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

² Perfect Commerce est l'actionnaire majoritaire d'HUBWOO depuis 2015 et l'acquisition de blocs suivie d'une OPA lui ayant permis d'obtenir environ 79% de son capital.

Farhouat Finance, Attestations et Evaluations Financières

similaires depuis 1995, date des premiers retraits obligatoires. Marie-Ange Farhouat est membre de la SFAF et de la SFEV et est inscrite sur la liste des experts judiciaires près la Cour d'Appel de Paris.

Membre fondateur de l'APEI, Marie-Ange Farhouat et Farhouat Finance ne font partie aujourd'hui d'aucune association reconnue par l'AMF au titre de son règlement général. Les procédures mises en place garantissent la qualité des travaux menés, le respect des critères applicables aux missions d'expertise indépendante soumises à l'AMF ainsi que l'attention particulière accordée aux conflits d'intérêts potentiels.

Au cours des 18 derniers mois, Farhouat Finance a réalisé 4 expertises indépendantes :

Liste des expertises réalisée au cours des 18 derniers mois

Société visée	Initiateur	Date	Type d'Offre	Etablissement Présentateur/Evaluateur
A2micile Europe	VLC Holding	déc-16	OPAS	SwissLife Banque Privée
Duc	Plukkon	mars-17	OPAS-RO	SwissLife Banque Privée
Cegid	Claudius France	juin-17	OPAS-RO	Natixis
Traqueur	Coyote	nov-17	OPA	Alantra

Déclaration d'Indépendance

Avec HUBWOO, ses actionnaires et ses conseils : Farhouat Finance et ses associés n'ont jamais été mandatés par la société ou ses actionnaires pour réaliser une mission d'expertise, d'évaluation ou de conseil. Farhouat Finance est en mesure d'attester de l'absence de tout lien, passé présent ou futur connu d'elle, avec les personnes et sociétés concernées par le projet d'Offre et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement dans le cadre de la présente opération. Cette déclaration est valable pour l'ensemble de l'équipe ainsi que pour Olivier Marrot, professionnel qualifié ayant réalisé le contrôle qualité de la mission.

DILIGENCES EFFECTUEES, PRINCIPAUX DOCUMENTS ANALYSES ET REMUNERATION DE L'EXPERT

La présente mission a été menée par Marie-Ange Farhouat, associée, et s'est déroulée entre le 3 novembre 2017, date de notre nomination confirmée par le Conseil d'administration d'HUBWOO du 21 novembre 2017, et le 15 janvier 2018, date du dépôt de la présente Offre auprès de l'Autorité des Marchés Financiers. Le contrôle qualité a été réalisé par Olivier Marrot, analyste financier membre de la SFAF qui dispose de plus de 20 ans d'expérience en matière d'évaluation.

Le calendrier de l'opération s'est déroulé selon les principales phases suivantes :

- semaine du 23 octobre 2017 : premier contact et proposition de mission,
- semaine du 30 octobre 2017 : réunion de début de mission, réception de la lettre de mission signée,
- semaine du 6 novembre 2017 : analyse des informations publiques ainsi que des éléments transmis par les conseils de l'initiateur,
- semaine du 13 novembre 2017 : réunion avec le représentant de la société et les conseils de l'initiateur,
- semaine du 20 novembre 2017 : travaux d'évaluation, conférence téléphonique avec les différents intervenants,
- semaine du 27 novembre 2017 : travaux d'évaluation, réunion avec les intervenants sur l'analyse multicritères d'HUBWOO,

- semaine du 4 décembre 2017 : réunion de présentation des résultats de leurs travaux avec la Banque Présentatrice et l'Evaluateur,
- semaine du 11 décembre 2017 : contrôle qualité et résultats des travaux de Farthouat Finance, échanges avec le représentant d'Hubwoo et les conseils de l'Initiateur,
- semaines des 19, 26 décembre et 2 janvier : prise en compte des derniers éléments transmis et du contrôle qualité,
- semaine du 8 janvier 2018 : finalisation du rapport d'expertise.

Les diligences pour mener cette mission ont notamment porté sur :

- l'étude détaillée de l'historique boursier de l'entreprise : cours de bourse, prix et volumes, transactions récentes, interventions éventuelles de la société et de ses actionnaires sur le marché du titre,
- l'analyse de l'information diffusée par la société et ses actionnaires : communiqués de presse, comptes historiques sur 3 ans, évolution de l'actionnariat et avis de franchissement de seuil,
- l'étude de la transaction à l'origine de la présente Offre Publique,
- l'analyse critique du business plan avec des échanges tant avec les conseils qu'avec la banque évaluatrice afin de s'assurer de la pertinence et de la cohérence des éléments retenus pour l'évaluation. Conformément à la pratique de l'expertise indépendante, les éléments historiques et prévisionnels qui nous ont été fournis n'ont pas fait l'objet d'un audit de notre part,
- la recherche de sociétés cotées et de transactions comparables et la récupération des données via nos bases de données ainsi que sur les sites internet des sociétés concernées,
- la mise en œuvre de la méthode d'actualisation des cash-flows nécessitant notamment des calculs détaillés de cash-flows futurs, la prolongation du Business Plan et la normalisation du cash-flow pour le calcul de la valeur terminale ainsi que les différents éléments techniques composant les paramètres d'évaluation, taux d'actualisation et taux de croissance à l'infini,
- le contrôle de tous les éléments permettant d'apprécier la valeur de HUBWOO au travers de l'approche multicritères préconisée par les textes,
- les échanges avec la personne en charge de la revue des travaux/contrôle qualité,
- la rédaction du présent projet de rapport d'expertise.

Documentation

Nous avons recherché un certain nombre d'informations sur la société HUBWOO, le secteur et les pays dans lesquels elle intervient, les sociétés comparables et les transactions sectorielles via les informations publiques disponibles ainsi que par Infanciales, base de données à laquelle nous sommes abonnés.

Farthouat Finance a ainsi pu disposer des principaux éléments suivants :

DOCUMENTS	PERIODE	SOURCE
HUBWOO		
Comptes Annuels	2014-2016	site Web Hubwoo
Comptes Semestriels	2014-2017	site Web Hubwoo
Business Plan	2017-2021	Hubwoo/Proactis
Actionnariat	sept-17	Hubwoo/Proactis
OPA précédente	2015	Site Web AMF
PERFECT COMMERCE		
Comptes annuels	2016	Proactis
TRANSACTION PROACTIS		
Note de Proactis à l'AMF	oct-17	Proactis
Courrier des minoritaires de Hubwoo	juil-17	Proactis
Admission Note	juil-17	Site Web Proactis
PROACTIS		
Comptes annuels	2015-2017	Site Web
Notes d'analyses	2017	Site Web

Personnes rencontrées : des contacts et échanges ont eu lieu avec les représentants des sociétés concernées :

- pour HUBWOO : Sergio Lovera, Consultant, ancien directeur financier d'HUBWOO puis de Perfect Commerce,
- pour Euroland Corporate : Thomas Hornus, Associé et Eric Seclet, Analyste Financier,
- pour la Banque Delubac & Cie : Mickaël Hazout, Directeur Général Banque d'Affaires,
- pour Delsol Avocats : Henri-Louis Delsol, Avocat Associé et Vincent Guevenoux, Avocat.

Rémunération de Farthouat Finance :

La rémunération de Farthouat Finance s'élève à 40 000€ HT, montant forfaitaire intégrant l'ensemble des travaux réalisés conformément à la réglementation et tenant compte des spécificités de l'opération.

II-PRESENTATION DE HUBWOO

HUBWOO a été créée en 1990, son siège social est situé en France, à Suresnes. La Société est cotée sur le Compartiment C d'Euronext Paris.

L'offre d'HUBWOO est composée :

- de logiciels d'Achat et d'Approvisionnement : historiquement, HUBWOO offrait la solution logicielle achat de SAP en mode 'cloud' sur la base d'un ample accord de partenariat mis en place à la fin de 2007. A la suite de l'acquisition de HUBWOO par Perfect Commerce, HUBWOO propose également la solution concurrentielle de Perfect Commerce qui est une seule application conçue pour aider les départements Achats de grandes entreprises à rationaliser leurs achats indirects et générer ainsi des économies;

- des solutions réseau acheteurs - fournisseurs: HUBWOO étend la portée de la solution logicielle dans la charte d'approvisionnement d'une organisation d'achat, ce qui se traduit par une relation collaborative et automatisée entre les acheteurs et leurs fournisseurs ;

-de services de gestion de catalogues de produits et services et de facturation dématérialisée.

Dans la plupart des cas, les deux dernières offres ci-dessus sont vendues à des clients SAP, soit sous la forme d'un complément à la première offre de logiciels achats et approvisionnement, soit comme un complément à un logiciel SAP acheté par le client sous forme de licence et installé chez le client.

Ainsi, une part importante du chiffre d'affaires d'HUBWOO est liée à sa coopération avec SAP. Jusqu'en 2012, le principal moteur de développement commercial de HUBWOO a été SAP. En effet HUBWOO fournissait des services non directement disponibles chez SAP, spécifiquement la version 'cloud' ou SaaS (software as a service) de ces logiciels, dont la demande par le marché était en croissance. Dès lors, les forces de vente SAP prescrivaient souvent les solutions et services HUBWOO à leurs clients.

L'activité d'HUBWOO, achats, approvisionnement et réseau est devenue depuis plusieurs années beaucoup plus concurrentielle du fait des regroupements d'acteurs du secteur, de l'arrivée de nouvelles technologies et de nouveaux entrants.

En mai 2012, SAP a annoncé qu'il allait acquérir Ariba qui était alors déjà un très sérieux concurrent de HUBWOO sur le marché du logiciel de gestion d'achat et des produits et services complémentaires. A partir du Rapprochement SAP/Ariba, toutes les offres HUBWOO avaient une offre concurrente dans le catalogue Ariba.

Ce rapprochement a marqué le début de la décroissance d'HUBWOO même si elle a été progressive.

En 2015, HUBWOO a été racheté par Perfect Commerce qui y voyait l'occasion d'élargir sa base de clientèle à l'international sur un marché devenu mondial et pensait pouvoir dynamiser les ventes d'HUBWOO grâce à la vente des produits développés par Perfect Commerce ainsi qu'à l'expérience de ce dernier dans l'innovation technologique et la commercialisation à l'international.

Depuis le rachat en 2015, on constate :

-la baisse continue de l'activité d'HUBWOO,

-le redressement de la rentabilité du groupe du fait des actions entreprises par Perfect Commerce pour rationaliser les coûts via une réduction des effectifs et le déménagement du siège social d'HUBWOO par regroupement des équipes parisiennes avec celles de Perfect Commerce.

Compte de Résultat Consolidé

En K€	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016	30/06/2016	30/06/2017
Chiffre d'Affaires	27 480	24 487	20 575	11 034	9 264
Var		-11%	-16%		-16%
Dotation nette provisions/créances clients	-565	-453	-560	-422	47
Autres produits de l'activité	204	344	443	194	323
Achats et charges externes	-10 134	-10 177	-8 860	-4 549	-4 324
Charges de personnel	-13 526	-12 241	-7 316	-4 114	-3 733
Impôts et taxes	-241	-215	-136	-86	-70
Dotation aux amortissements	-3 213	-2 772	-2 185	-1 126	-866
Autres charges d'exploitation	-172	-13	-20	-4	-44
Résultat opérationnel courant	-167	-1 040	1 941	927	597
Marge opérationnelle	-0,6%	-4,2%	9,4%	8,4%	6,4%
Autres produits opérationnels	453	105	2 534	1 898	2
Autres charges opérationnelles	-15 401	-18 669	-2 997	-2 181	-85
Résultat opérationnel	-15 115	-19 604	1 478	644	514
	-55%	-80%	7%	5,8%	5,5%
Coût de l'endettement financier	-216	-101	-18	-17	-8
Autres produits financiers	86	251	282	41	14
Autres charges financières	-257	-254	-372	-49	-31
Résultat avant impôt	-15 502	-19 708	1 370	619	489
Produit/charge d'impôt	-343	-275	-186	-95	-126
Résultat net de la période	-15 845	-19 983	1 184	524	363
Part du groupe	-15 845	-19 983	1 184	524	363

Les exercices 2014 et 2015 étaient en pertes sur l'activité courante, les pertes étant renforcées par les charges exceptionnelles notamment liées aux restructurations qui permettent le redressement de 2016. Mais le nouveau recul de l'activité au premier semestre 2017 qui atteint 16% ne permet pas à HUBWOO de maintenir sa rentabilité, les économies de coûts ayant déjà été réalisées. La marge opérationnelle courante passe ainsi de 8,4% au 30/06/2016 à 6,4% au 30/06/2017.

Comme de nombreux groupes du secteur, HUBWOO capitalise une part significative de ses dépenses de R&D qui sont ensuite amorties sur une durée moyenne de 3 ans. Ces charges s'élevaient respectivement à 1,5M€ (dont 0,9M€ de coûts internes) et 1,1M€ (dont 0,6M€ en interne) en 2015 et 2016.

Bilan Consolidé d'HUBWOO

Le groupe présente des comptes consolidés en normes IFRS.

En K€	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016	30/06/2017
Goodwill	32 522	19 144	19 660	18 422
Autres immobilisations incorporelles	3 742	3 254	2 439	2 128
Immobilisations incorporelles	843	385	318	260
Autres actifs non courants	523	305	144	122
Impôts différés actifs	575	575	686	686
Actifs non courants	38 205	23 663	23 247	21 618
Clients et autres débiteurs	6 607	5 843	4571	3 385
Autres actifs courants	1 281	2 775	2272	2 014
Trésorerie et équivalents de trésorerie	5 987	5 849	4107	3 798
Actifs courants	13 875	14 467	10 950	9 197
Total des actifs	52 080	38 130	34 197	30 815

L'actif du bilan d'HUBWOO est majoritairement composé d'immobilisations incorporelles du fait du goodwill payé lors des nombreuses acquisitions réalisées par le groupe. Ce goodwill a été fortement déprécié en 2015 suite à l'acquisition d'HUBWOO par Perfect Commerce pour se rapprocher des perspectives attendues pour le Groupe.

Les autres immobilisations corporelles sont constituées des frais de recherche et développement pour la partie activée.

La trésorerie baisse sur la période mais reste largement positive avec 3,8M€ au 30/06/2017. La dernière augmentation de capital a eu lieu en 2012 au prix de 0,20€ par action.

En K€	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016	30/06/2017
Capital	12 920	13 635	13 635	13 635
Primes	47 689	48 190	48 190	48 190
Réserves et résultat consolidé	-21 211	-39 460	-37 850	-38 811
Total Capitaux propres	39 398	22 365	23 975	23 014
Avantages au personnel	408	243	278	278
Emprunts et dettes financières LT	259	45	70	31
Autres passifs non courants	99	0	0	0
Impôts différés passif	29	77	145	168
Total passifs non courants	795	365	493	477
Emprunts et dettes financières CT	726	214	84	84
Provisions CT	110	2 544	75	75
Fournisseurs et autres créditeurs	6 155	6 543	4 108	2 721
Autres passifs courants	4 895	6 099	5 464	4 445
Total passifs courants	11 886	15 400	9 731	7 325
Total passifs courants et non courants	12 681	15 765	10 224	7 802
Total passifs et capitaux propres	52 079	38 130	34 199	30 816

La baisse des capitaux propres sur la période est due aux pertes enregistrées du fait des restructurations et de la dépréciation du goodwill.

Les autres éléments au passif du bilan consolidé ont trait au besoin en fonds de roulement, HUBWOO ayant une dette quasiment nulle.

In fine, HUBWOO conserve une structure financière saine avec une trésorerie nette légèrement inférieure à 4M€ au 30/06/2017.

IV-ANALYSE MULTICRITERES

Spécificités de l'opération :

-La présente Offre Publique d'Achat fait suite à l'acquisition de 100% de Perfect Commerce par PROACTIS et donc à l'acquisition indirecte de 79% du capital d'HUBWOO, mais le prix payé par PROACTIS concerne l'ensemble du groupe Perfect Commerce sans que puisse être identifié en lecture directe un prix ou une valeur pour la participation dans HUBWOO seule,

-HUBWOO est -depuis le rapprochement de SAP avec Ariba en 2012- en situation de décroissance d'activité du fait de la part très significative de son activité réalisée avec SAP remise en cause par le rapprochement. En conséquence, la référence à des multiples de sociétés comparables, généralement en croissance, est difficile à mettre en œuvre, qu'il s'agisse de sociétés cotées ou ayant fait l'objet de transactions.

Au-delà des critères intrinsèques de cours de bourse et de DCF, nous nous sommes en conséquence particulièrement attachés dans le cadre de la mise en œuvre de l'analyse multicritères :

-à analyser le niveau de résultat prévisionnel qui pourrait être considéré comme normatif et ainsi servir de base à la méthode des comparables,

-à analyser la transaction à l'origine de la présente Offre Publique d'Achat afin de déterminer si la valeur attribuable à HUBWOO pouvait être identifiée.

Critères écartés

Approches par le dividende

Les approches par le dividende sont moins pertinentes que l'actualisation des cash-flows disponibles qui permet de valoriser HUBWOO sur la base de la totalité des flux de trésorerie disponible. Ces approches, qui reposent sur une hypothèse de taux de distribution, sont très sensibles aux décisions du ou des actionnaires en la matière. Au cas particulier, HUBWOO n'a distribué aucun dividende au cours des cinq derniers exercices.

Objectifs des analystes financiers

HUBWOO n'est suivi par aucun bureau d'analyse financière, cette référence n'a donc pas pu être retenue.

Actif Net Comptable

L'actif net comptable consolidé de HUBWOO n'a pas été retenu car il ne permet pas de tenir compte de l'ensemble des perspectives, de bénéfices ou de pertes, d'une société. Il convient de souligner qu'au cas particulier il est quasiment essentiellement constitué d'un goodwill qui fait l'objet d'un suivi via les tests

d'impairment annuels. A titre informatif, l'actif net consolidé d'HUBWOO au 30/06/2017 ressort à 0,17€ par action.

En K€	30/06/2017
Capital	13 635
Primes	48 190
Réserves et résultat consolidé	-38 811
Total Capitaux propres	23 014
Valeur par action	0,17

Transactions comparables

Nous n'avons pas identifié de transactions comparables permettant de constituer un échantillon faisant référence pour la présente évaluation.

De plus, cette méthode est généralement appliquée à partir des comptes historiques faute d'informations suffisantes sur les prévisionnels de l'échantillon, ce qui la rend inapplicable au cas d'espèce.

Critères retenus

Référence à l'OPA de 2015

Cette opération constitue la dernière opération ayant porté sur le capital d'HUBWOO et nous paraît devoir être retenue, même si les deux années écoulées depuis ont changé la situation du groupe.

Cours de Bourse

HUBWOO est une petite valeur cotée-environ 20M€ de capitalisation boursière-dont les actions sont échangées dans des volumes limités qui permettent cependant aux actionnaires minoritaires d'accéder à une certaine liquidité.

DCF

L'actualisation des cash-flows disponibles a été mise en œuvre à partir du Business Plan arrêté en novembre 2017 pour les besoins de la présente opération.

Comparaisons boursières

La méthode de multiples des comparables boursiers a été mise en œuvre en prenant en compte les spécificités de la présente Offre

Transaction à l'origine de la présente Offre Publique (à titre indicatif)

Comme indiqué ci-dessus, nous avons analysé la transaction à l'origine de la présente Offre Publique et nous nous sommes interrogés sur la possibilité de faire ressortir une valeur pour HUBWOO seule, sachant que la transaction a porté sur le capital de Perfect Commerce, actionnaire à près de 80% d'HUBWOO et non sur les actions d'HUBWOO.

Les incertitudes qui pèsent sur les résultats de cette méthode nous conduisent à la présenter à titre indicatif.

4-1 Données prises en compte

4-1-1 Nombre d'actions

Le capital de HUBWOO est constitué de 136 345 527 actions.

Au 30 juin 2017, le Groupe détient 1 018 237 actions propres (1 213 268 actions au 31/12/2016), dont 881 112 actions au titre du contrat de liquidité.

Nous avons pris en compte les actions composant le capital retraitées du nombre d'actions auto-détenues soit 135 327 290 actions HUBWOO pour nos calculs.

4-1-2 Passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des Fonds Propres de HUBWOO

Passage VE	en K€
Trésorerie (1)	3 798
Dettes Financières (2)	115
Trésorerie Nette (1-2)	3 683
Engagements de retraites	278
Provisions	38
Passage VE	3 368

4-1-3 Eléments prévisionnels

Le Business Plan a été récemment arrêté pour les besoins de la présente opération et porte sur la période 2017-2021.

Les années correspondent à des exercices clôturant au 31 décembre de chaque année, la décision très récente de changer la date de clôture n'ayant pas pu être intégrée.

Il détaille l'activité par client, avec des hypothèses de résiliation, et les charges associées, fixes et variables.

Il tient compte :

-d'une baisse du chiffre d'affaires SaaS sur la période 2017-2019 en lien avec l'évolution récente de l'activité, la perte anticipée de clients SAP ainsi que des dénonciations récentes de contrats (non SAP),

-d'une croissance de l'activité de services à partir de 2018,

-d'une baisse de la marge d'exploitation jusqu'en 2019 avec un effet de ciseau induit par la perte de chiffre d'affaires et ce, malgré la réduction de certaines charges variables (royalties, charges de personnel),

-d'une reprise de la croissance de l'activité en fin de période, sur les années 2020-2021, permettant une hausse de la marge d'Ebitda et de la marge d'Ebit, proches du niveau attendu pour 2017

Nous avons échangé avec le représentant d'HUBWOO afin de vérifier la cohérence des hypothèses retenues. Il ressort de ces échanges :

-que les chiffres de l'exercice en cours inclus dans le BP sont en ligne avec les éléments connus à ce jour,

-que les prises de commande enregistrées à fin 2017 sont à un niveau bas mais que les perspectives à moyen terme du BP intègrent un redressement avec un montant plus élevé que celui de 2017.

4-2 OPA précédente (2015)

En juin 2015 HUBWOO a conclu un protocole d'accord avec Perfect Commerce dans le but que ce dernier initie une OPA sur HUBWOO avec les principaux engagements suivants :

- apport par Monsieur Johan Harald Gedda de 32 249 041 actions HUBWOO représentant 24,96% de son capital,

- apport par Cofibred de 17 085 816 actions HUBWOO représentant 13,22% de son capital.

Au 9 septembre 2015, date ultime fixée pour le dépôt par les intermédiaires financiers des ordres présentés dans le cadre de la réouverture de l'offre publique d'achat initiée par la société Perfect Commerce SA visant les actions de la société HUBWOO, Euronext Paris avait reçu en dépôt 11 948 378 actions HUBWOO.

Au total, la société Perfect Commerce SA détenait à l'issue de l'Offre 107 643 405 actions HUBWOO représentant autant de droits de vote, soit 78,95% du capital et des droits de vote de cette société.

L'OPA de 2015 qui a permis à Perfect Commerce de prendre le contrôle de HUBWOO et de détenir près de 80% de son capital a été réalisée à un prix de 0,19€ par action HUBWOO sans aucun accord connexe et donc aucun élément susceptible de remettre en cause la référence au prix de 0,19€ par action HUBWOO.

Il s'agit d'une référence importante car ayant porté directement sur les actions composant le capital d'HUBWOO et ayant emporté l'adhésion de près des deux tiers des actionnaires d'HUBWOO, au-delà des 38% ayant fait l'objet des engagements d'apport.

Depuis l'OPA 2015, l'évolution d'HUBWOO est marquée par :

- une baisse de l'activité très marquée, plus importante qu'attendue,

- des économies de coûts très importantes grâce à l'intégration au sein de Perfect Commerce.

Le prix de 0,20€ par action est légèrement supérieur au prix de 0,19€ par action offert aux actionnaires d'HUBWOO dans le cadre de l'OPA ayant permis à Perfect Commerce de prendre le contrôle d'HUBWOO en 2015.

4-3 Cours de bourse

Le cours d'HUBWOO a été suspendu le 19 octobre 2017 dans l'attente du dépôt d'une Offre Publique d'Achat.

On constate un peu de volumes échangés mais la valeur d'une action étant très faible, les échanges en capitaux restent limités.

L'annonce de l'opération de rachat de Perfect Commerce en juillet 2017 a eu un effet assez limité sur le cours de bourse d'HUBWOO. Cela peut s'expliquer par le fait que l'acquisition indirecte d'HUBWOO ne permettait pas d'afficher un prix pour les actions de cette dernière et que PROACTIS avait annoncé qu'il déposerait une demande de dérogation à l'obligation de dépôt d'un projet d'offre publique.

4-3-1 Historique du cours de bourse

Price ● HBW change: -5.88%



Sur les 12 derniers mois, le cours de bourse a évolué entre 0,11€ au plus bas et 0,18€ au plus haut.

Le volume le plus important enregistré en juillet 2017 correspond à l'annonce de la transaction de PROACTIS sur Perfect Commerce. Le 7 juillet 2017, 2 965 149 titres ont été échangés à un prix compris entre 0,15€ et 0,18€ par action HUBWOO.

Historique du cours de bourse sur plus longue période

Evolution du cours de bourse au cours des cinq dernières années (source Euronext)



L'historique sur 5 ans est significatif car il prend en compte l'ensemble de la période ayant suivi l'annonce du rapprochement de SAP avec Ariba. Le plus haut cours coté sur la période atteint 0,24€ pour un plus bas de 0,11€ par action HUBWOO.

4-3-2 Moyennes de Cours de Bourse

Avant l'annonce de l'opération

		Primes
Cours Moyen Pondéré Par les Volumes (CMPV, en €)		
Dernier Cours (18/10/2017)	0,160	25%
CMPV 2 mois	0,157	28%
CMPV 6 mois	0,155	29%
CMPV 12 mois	0,141	42%

Source : Euronext, Farthouat Finance

Le prix de 0,20€ offre des primes comprises entre 25% et 42% sur les cours de bourse récents de la société.

4-4 DCF Actualisation des Cash-Flows d'Exploitation Disponibles (DCF)

L'actualisation des cash-flows a été mise en œuvre à partir du Business Plan 2017-2021 de HUBWOO.

Le flux 2017 a été ajusté du cash flow du 1^{er} semestre car nos travaux prennent en compte la dernière situation financière connue au 30/06/2017.

Les flux ont été prolongés au-delà de 2021 notamment pour normaliser le taux de croissance de l'activité qui est de 5,5% en 2021 et de 1,5% en valeur terminale, la marge d'Ebitda étant maintenue à son niveau de 2021 (soit environ 18% du CA) et la marge d'Ebit augmentant de deux points du fait de la baisse attendue des investissements en R&D et donc des amortissements.

Compte tenu de l'importance des reports fiscaux déficitaires la seule fiscalité prise en compte concerne des taxes (cva.e.) et l'impôt sur les sociétés dans les seules zones où les reports sont épuisés pour un montant total limité à 0,15M€/an (nb : la prise en compte d'une fiscalité normative avec une valorisation séparée des reports fiscaux déficitaires aurait un impact faible mais négatif sur la valorisation).

Paramètres d'évaluation

-Le taux d'actualisation retenu ressort à 11,72%. Il est notamment basé sur un taux sans risque de 0,62%, une prime de risque de marché de 8,98% (Bloomberg, moyenne 1 mois au 08/01/2018), un bêta calculé sur un échantillon large de sociétés du secteur afin d'obtenir des statistiques ayant une signification et une prime de risque additionnelle de taille de 3,58%,

-Le taux de croissance à l'infini ressort à 1,5% pour intégrer les perspectives liées à la Place de Marché (« The Business Network ») mais également la décroissance des autres activités.

La valeur se répartit comme suit :

Valeur DCF (en k€)	
Somme des flux	11 105
Valeur Terminale	9 622
VE	20 727
Passage VE	3 368
Vcp	24 095
Nombre d'actions	135 327 290
par action (en €)	0,18

Tableau de sensibilité (valeurs en € par action)

Tx croissance infini	Taux d'actualisation				
	12,72%	12,22%	11,72%	11,22%	10,72%
1,00%	0,162	0,168	0,174	0,181	0,189
1,25%	0,163	0,169	0,176	0,183	0,192
1,50%	0,165	0,171	0,178	0,186	0,194
1,75%	0,166	0,173	0,180	0,188	0,197
2,00%	0,168	0,175	0,182	0,191	0,200

La valeur centrale d'actualisation des flux ressort à 0,18€ par action, avec une fourchette comprise entre 0,17€ et 0,19€ par action Hubwoo.

Le prix de 0,20€ par action offre une prime de 12% sur la valeur centrale ressortant de l'actualisation des cash-flows disponibles.

4-5 Multiple de transaction (à titre indicatif)

Les transactions sectorielles ne permettent pas d'estimer la valeur d'HUBWOO car elles ne font pas l'objet d'une communication suffisamment précise quand aux caractéristiques des sociétés concernées et surtout elles ne permettent pas de tenir compte de la situation spécifique d'HUBWOO, caractérisée par la baisse continue de son chiffre d'affaires depuis 2012.

Si la transaction à l'origine de la présente Offre Publique ne permet pas d'afficher un prix pour les actions HUBWOO qui ont été acquises de façon indirecte via le groupe Perfect Commerce, nous avons tenté d'en tirer des éléments permettant de calculer un ou des multiples implicites qui seraient ensuite appliqués à HUBWOO.

Pour ce faire, nous nous sommes notamment appuyés sur les éléments suivants :

- comptes historiques d'HUBWOO et Business Plan,
- note de l'initiateur détaillant le poids relatif d'HUBWOO au sein du groupe Perfect Commerce, sur la base de différents éléments comprenant pour chaque partie, ie HUBWOO d'une part et Perfect Commerce hors HUBWOO d'autre part, des éléments historiques de compte de résultat et de bilan ainsi que des projections financières,
- comptes consolidés de Perfect commerce au 31/12/2016,
- communiqués de PROACTIS sur la transaction ainsi que la note d'information mise à disposition sur le site du groupe en vue de l'admission des actions émises en rémunération de la transaction sur Perfect Commerce,
- détail de certains éléments de la transaction en réponse à nos questions.

Il convient avant tout de souligner :

- que Perfect publie des comptes consolidés mais pas de comptes individuels qui permettraient d'identifier l'ensemble des éléments attribuables à Perfect Commerce seul, ie hors HUBWOO,
- que selon les informations et éléments qui nous ont été transmis, PROACTIS raisonne dans le cadre de la transaction en valeur d'entreprise du Groupe Perfect Commerce sans affecter la dette nette de l'ensemble à l'une ou l'autre des entités,
- que PROACTIS n'a pas fait de calculs de valorisation pour chacune des entités en amont de la transaction mais qu'en réponse à la question de savoir quel est l'actif essentiel visé dans le cadre de cette transaction, pour PROACTIS, c'est Perfect Commerce hors HUBWOO qui est l'actif essentiel de par ses perspectives de développement et la valeur de son management, les contributions historiques des deux entités n'étant pas pertinentes pour l'analyse.

Pour l'analyse de la transaction, nous avons compris que le montant global de 127,5M\$ qui a été communiqué est une valeur d'entreprise qui comprend la dette du groupe mais également des éléments tels que les frais de transaction et les primes versées aux dirigeants.

Pour nos calculs de multiples implicites, nous avons privilégié le calcul d'une valeur de fonds propres sur la base du prix payé aux principaux actionnaires de Perfect Commerce à laquelle nous avons ajouté :

- le montant de la dette nette consolidée,
- la valeur des intérêts minoritaires dans HUBWOO.

Les Ebitda et Ebit sous-jacents de Perfect Commerce ont été pris en compte sur la base de la communication de PROACTIS au moment de l'acquisition ainsi que des prévisionnels pour chacun des deux groupes.

Les multiples ressortant de la transaction ont été appliqués à l'Ebitda et à L'Ebit d'HUBWOO pour l'année 2018, considérée comme une année normative, conduisant à une valorisation comprise entre 0,24€ et 0,29€ par action.

Ces valeurs sont substantiellement plus élevées que celles ressortant de l'analyse multicritères d'HUBWOO car elles reviennent :

-à considérer que Perfect Commerce et HUBWOO sont valorisées sur les même multiples 2018 alors même que les deux sociétés ont des profils de croissance très différenciés,

-à allouer à HUBWOO une partie significative de la survalue payée par PROACTIS pour acquérir le groupe Perfect Commerce alors que PROACTIS, qui a communiqué sur un montant de synergies potentielles, considère que la création de valeur future liée à l'acquisition est attribuable, pour le groupe acquis, en totalité à Perfect Commerce hors HUBWOO.

Nous avons fait une analyse complémentaire en valorisant chacune des entités acquises, Perfect Commerce hors HUBWOO d'une part et HUBWOO d'autre part sur la base d'un DCF. Les Business Plan utilisés et les paramètres implémentés intègrent un différentiel significatif en faveur de Perfect Commerce (taux d'actualisation compris entre 8% et 9%, taux de croissance à l'infini dans une fourchette de 2% à 3%). La survalue payée par PROACTIS dans le cadre de la transaction est ensuite affectée à chacun des groupes en fonction de leur poids relatif dans la valorisation initiale selon les DCF.

Pour ces calculs, nous avons décomposé la dette consolidée du groupe Perfect Commerce qui comprend :

-la dette liée à l'acquisition de la participation dans HUBWOO en 2015, qui représente un peu moins de 25M\$,

-par différence avec la dette totale de 40M€, les 15M\$ de dette complémentaire sont attribués à Perfect Commerce seul, HUBWOO étant en position de trésorerie sans aucune dette.

Cette analyse conduit à une valeur comprise entre 0,20€ et 0,26€ par action HUBWOO.

Enfin, nous avons fait des calculs sur les valeurs induites par le prix de 0,20€ par action HUBWOO offert dans le cadre de la présente Offre Publique d'Achat Simplifiée.

Le prix de 0,20€ par action HUBWOO revient à valoriser les capitaux propres d'HUBWOO pour 27M€, soit une Valeur d'Entreprise de 23,4M€ compte tenu de la trésorerie au 30/06/2017.

On peut en déduire la valeur implicite de Perfect Commerce hors HUBWOO dans le cadre de la transaction.

Calculs sur la répartition de valeurs induite par le prix de 0,20€ par action offert		
	en €	en %
Valorisation Hubwoo	27 065 458	41%
Valorisation totale	66 389 388	
Valorisation Perfect Commerce hors Hubwoo par déduction	39 323 930	59%

Le prix de 0,20€ par action HUBWOO revient à attribuer à ses actionnaires une partie de la prime payée par PROACTIS dans le cadre de l'acquisition du Groupe Perfect Commerce.

4-6 Comparables Boursiers

Echantillon

Nous avons examiné un échantillon de sociétés jugées les plus comparables sur la base des analyses disponibles sur le marché auquel s'adresse HUBWOO et des sociétés cotées du secteur.

Nous avons exclu les groupes cotés de taille nettement plus importante (capitalisation boursière supérieure à 1md€), telles Oracle, SAP ou Coupa.

Nous avons également éliminé les sociétés Tungsten Corp, la base de données ne disposant pas de prévisionnels faute de suivi par les analystes financiers et BasWare, dont les résultats ne sont pas normatifs.

L'échantillon est ainsi composé des sociétés suivantes : Axway, Generix, Esker, Sidetrade, Itesoft et PROACTIS.

Description des sociétés de l'échantillon

AXWAY	Axway est un éditeur de logiciel, qui fournit des solutions progiciels et des services dans les domaines du numérique, de l'intégration d'applications d'entreprise (IAI), du Business to business (B2B), de la supervision des activités métier (BAM), du pilotage de procédure d'entreprise (BPM) et de l'architecture orientée services (SOA). Né de la scission avec Sopra Group, Axway est introduit en bourse en mai 2011 et a depuis poursuivi sa politique d'acquisitions. Elle récemment fait un "profit warning" sur ses résultats attendus pour 2017 du fait du retard pris dans le passage de l'activité en mode saas, ce qui a stoppé son parcours boursier très positif. Effectif : 1 930
ESKER	Esker est spécialisé dans la conception et l'édition de logiciels de traitement automatique de fax, de diffusion électronique de supports papiers et de connectivité. L'activité du groupe s'organise autour de 3 familles de produits : - logiciels de diffusion électronique de supports papiers ; - logiciels de traitement de fax (n° 3 mondial) ; - logiciels de connectivité : (n° 1 européen) : destinés à un accès immédiat et sécurisé aux données centralisées de l'entreprise. Le CA par source de revenus se ventile entre ventes de services (81,9%), de contrats de mise à jour et de maintenance (19,9%), de licences (3,9%) et de cartes fax (1,1%). La répartition géographique du CA est la suivante : France (39%), Royaume Uni (5,2%), Allemagne (3,2%), l'Europe (4,9%), l'Etat-Unis et Canada (42,5%), Australie et Asie (5,2%). Effectif : 427
GENERIX	L'éditeur de logiciels et de services applicatifs On Demand, Generix Group propose des solutions de Commerce Collaboratif permettant d'optimiser le coût de disponibilité des biens de grande consommation tout au long de la chaîne de valeur et d'augmenter les ventes. Cette offre s'adresse aux entreprises des secteurs d'activité des biens de grande consommation (CPC), de la distribution alimentaire et spécialisée, du e-Commerce, du transport et de la logistique. Le CA 2016/17 par activité se répartit comme suit : - vente de services applicatifs Saas (34,2%) ; - prestations de conseil (30,6%) ; - prestations de maintenance (27,8%) ; - vente de licences (7,4%).
SIDETRADE	Sidetrade est un éditeur de logiciel en mode SaaS de solutions prédictives sur le cycle Sales-to-Cash. Créé en 2000, Sidetrade propose d'accélérer la création de valeur sur le cycle client grâce à sa plateforme Cloud. Complémentaire aux CRM et ERP, la technologie Sidetrade utilise l'intelligence artificielle pour développer les ventes, améliorer la rétention et prévoir les comportements clients. L'entreprise compte plus de 1000 clients. La croissance de l'activité sur l'exercice 2017 en cours ressort à plus de 20%.
ITESOFT	Itesoft est spécialisé dans l'édition et l'intégration de logiciels de traitement automatique des documents papiers (formulaires, bordereaux, chèques, questionnaires, etc.) et numériques (formulaires Internet, courriers électroniques, etc.). Le CA par activité se répartit comme suit : - vente de logiciels (54,5%) ; Le groupe assure parallèlement la rédaction des cahiers des charges, le paramétrage et l'installation des produits, la formation des utilisateurs, etc. ; - prestations de maintenance (45%) ; - négoce de matériel informatique (0,5%) : notamment de scanners. La répartition géographique du CA est la suivante : France (91,7%) et Royaume Uni (8,3%). Effectif : 190

Focus sur PROACTIS

Dans la mesure où le groupe PROACTIS va consolider le groupe Perfect Commerce pour l'exercice en cours, il nous a semblé pertinent d'analyser plus précisément les données disponibles qui le concernent.

Le groupe a fait 5 acquisitions entre 2014 et 2016 et réalise aujourd'hui 25M£ de CA (28M€).

Préalablement à l'acquisition de Perfect, ie dans les derniers comptes arrêtés au 31/07/2017, le groupe PROACTIS avait une dette de 5,2M£ et 4,7M£ de cash soit une dette nette de 0,5M£. La dette va considérablement augmenter avec l'acquisition de Perfect même si une importante partie du deal est faite en titres. On passerait alors à une dette nette de 0,5+28, soit 28,5M£.

L'Ebitda retraité était de 7,9M£ au 31/07/2017 (non retraité : 0,9M£ source Inf Financials).

Analyse Consensus Inf Financials

Il convient de souligner que les multiples de PROACTIS ne sont pertinents qu'à partir de 2018 car en 2017, ils n'intègrent pas l'acquisition de Perfect Commerce dans les sous-jacents mais la prennent en compte dans la capitalisation boursière du fait de l'émission et de l'admission à l'été 2017 des actions PROACTIS émises pour financer le paiement d'une part significative de l'acquisition (70M£ par émission de 42 424 243 actions au prix de 165 pence).

Selon la base de données que nous utilisons 4 analystes contribuent au consensus.

Ils intègrent l'acquisition de Perfect Commerce pour l'exercice au 31/7/2018 avec un Ebitda estimé pour l'ensemble du groupe de 20,32 M£ et une dette nette de 21M£.

Pour homogénéiser les exercices, nous avons calendarisé les prévisionnels de PROACTIS afin de faire une reconstitution théorique des résultats attendus au 31/12/2018.

Caractéristiques financières des sociétés de l'échantillon (Taux de croissance et Marges)

Société	Croissance			Marges		
	Croissance CA (1yr)	Croissance Ebitda (1yr)	Croissance Ebit (1yr)	EBITDA / CA	EBIT / CA	Résultat net / CA
	%	%	%	%	%	%
Axway Software SA	5,79	20,64	24,37	16,29	12,00	10,45
Generix SA	7,91	-0,30	-35,84	6,36	2,33	0,36
Fisker SA	12,89	10,95	5,11	22,58	14,03	9,58
Sidetrade SA	12,85	31,81	23,00	21,78	11,40	9,80
PROACTIS Holdings PLC	12,52	14,37	18,96	23,75	9,71	12,83
Itesoft SA	11,87	-0,73	10,77	10,49	8,48	-1,35
Mediane de l'échantillon	12,20	12,66	14,87	19,04	10,56	9,69

Les caractéristiques ci-dessus sont calculées sur la base des comptes historiques (pour la plupart au 31/12/2016) pour chacune des sociétés concernées.

Sur la base des données mises à jour au 9/01/2018, les multiples ressortant de l'échantillon sont les suivants (source Inf Financials) :

Société	Price (EUR) 1-Month avg	Market Cap (mEUR) 1-Month avg	Enterprise Value (mEUR) 1-Month avg	EV/Ebitda	EV/Ebit
				2018e	2018e
Axway Software SA	22,3	470,8	458,2	9,4	10,1
Esker SA	51,4	268,8	255,2	13,5	20,1
Generix SA	2,7	61,0	71,0	10,1	13,7
Sidetrade SA	67,0	87,3	80,4	17,5	21,7
PROACTIS Holdings PLC	1,9	179,1	180,2	7,6	9,8
Itesoft SA	3,8	22,8	29,0	7,6	8,8
Médiane de l'échantillon				9,8	11,9

Cet échantillon fait ressortir des multiples 2018 de 9,8xEbitda et 11,9X Ebit qui appliqués à HUBWOO et en tenant compte de la trésorerie disponible conduisent à une valeur de 0,14€ à 0,21€ par action.

L'écart est important car l'échantillon n'est pas homogène :

- le montant des dépenses de recherche & développement est très variable d'un groupe à l'autre,
- la politique d'activation de ces charges est également très différenciée selon les sociétés.

Nous avons donc également fait des calculs sur la base des Ebitda retraités du montant de la R&D capitalisée qui conduisent à une valeur d'HUBWOO de 0,16€ par action.

Le prix de 0,20€ par action HUBWOO se situe dans le haut de fourchette de valeurs ressortant des comparables boursiers et offre une prime de 20% sur la valeur moyenne selon ce critère.

V-ANALYSE DES ECARTS AVEC LA BANQUE EVALUATRICE

5-1 Critères retenus et écartés

Nous avons retenu les mêmes critères que l'Evaluateur auxquels nous avons ajouté les comparables boursiers qu'il n'a pas retenus.

Pour les critères écartés, l'actif net comptable consolidé que nous extériorisons est le dernier connu, ie au 30/06/2017 alors que l'Evaluateur retient le montant dans les derniers comptes annuels au 31/12/2016.

5-2 Mise en œuvre des critères

Dans la mise en œuvre des critères, les principaux écarts proviennent de ce que l'Evaluateur a sa propre méthodologie concernant le calcul de primes de risque/taille ainsi que l'application d'éventuelles décotes aux résultats obtenus.

Nous n'appliquons pas pour notre part de décote aux résultats obtenus selon l'analyse multicritères et retenons des sources externes pour le calcul des primes de risque/taille.

Cours de bourse

Nous n'avons pas retenu exactement les mêmes périodes de référence mais n'avons pas de différences de calculs sur ce critère.

Actualisation des flux de trésorerie

Nos calculs reposent comme pour l'Evaluateur sur le Business Plan qui nous a été transmis par la société.

Les écarts dans les flux proviennent de la période de prolongation du BP pour lesquelles les hypothèses retenues diffèrent marginalement.

Comme souligné plus haut, la méthode de calcul du taux d'actualisation diffère pour un taux de 12,53% pour l'Evaluateur contre 11,47% dans nos travaux.

Compte tenu du profil de HUBWOO, nous avons centré nos calculs sur un taux de croissance à l'infini de 1,5% contre 2% dans les travaux de l'Evaluateur.

OPA réalisée en 2015

Ce critère ne fait pas ressortir de différence d'approche.

Transaction PROACTIS/Perfect Commerce (méthode présentée à titre indicatif)

Le principal écart vient des retraitements opérés par l'Evaluateur qui extériorise une valeur de 0,27€ par action HUBWOO ramenée à une fourchette de 0,20€ à 0,24€ par action après application d'une décote comprise entre 10% et 25%. Les calculs que nous avons effectués conduisent à une valeur de 0,24€ à 0,29€ par action HUBWOO avec des calculs complémentaires induisant une valeur entre 0,20€ et 0,26€ par action HUBWOO.

VI-CONCLUSION

Tableau récapitulatif des valeurs

Multicritères Hubwoo		0,20
Cours de bourse		
dernier	0,16	25%
moyenne 2 mois	0,16	28%
moyenne 6 mois	0,15	29%
moyenne 12 mois	0,14	42%
DCF		
Bas	0,17	18%
Central	0,18	12%
Haut	0,19	6%
Précédente Offre		
Transaction 2015	0,19	5%
Multiplés Echantillon Boursier		
Ebitda 2018 non retraité	0,21	-3%
Ebit 2018	0,14	45%
Ebitda 2018, retraité de la R&D	0,16	28%
Moyenne comparables boursiers	0,17	20%

En complément des valeurs ci-dessus, les éléments ressortant de la transaction à l'origine de la présente Offre qui sont donnés à titre indicatif font ressortir une fourchette large de valeurs comprises entre 0,20€ et 0,29€ par action HUBWOO et une valeur centrale proche de 0,25€ par action.

Comme souligné précédemment, les difficultés rencontrées dans la mise en œuvre de l'analyse multicritères sont liées au profil particulier d'une société en forte décroissance et à l'impossibilité d'identifier de façon claire la valeur attribuable à la participation dans HUBWOO dans le cadre de la transaction indirecte sur le groupe Perfect Commerce qui est à l'origine de la présente Offre Publique d'Achat Simplifiée.

Hors cette transaction, le prix offert se situe dans le haut de fourchette de valeurs et offre des primes sur l'ensemble des critères.

L'initiateur considère ce prix comme un maximum compte tenu des caractéristiques d'HUBWOO et attribue la totalité de la prime payée dans la transaction à la partie de Perfect commerce hors HUBWOO, ses principaux arguments étant basés d'une part sur les perspectives limitées d'HUBWOO en stand alone et d'autre part sur des synergies avec PROACTIS qui seraient uniquement implémentées par Perfect commerce (hors HUBWOO), tant pour l'activité que pour les résultats, HUBWOO ayant déjà bénéficié des impacts positifs du rapprochement avec Perfect Commerce en 2015 et n'ayant plus aujourd'hui de réserves de résultat ni le management susceptibles d'implémenter ces actions.

Après analyse et échanges avec les différents intervenants, nous soulignons :

-qu'il est indéniable qu'HUBWOO connaît de longue date-depuis 2012 et le rapprochement de SAP avec Ariba- une situation délicate marquée par la décroissance forte de son activité et que le rapprochement avec Perfect Commerce en 2015, initié après l'étude de diverses possibilités n'ayant pas abouti, a seul permis les économies de coûts très importantes ayant conduit à sa situation actuelle,

-que la prime payée par PROACTIS pour acquérir le groupe Perfect Commerce (en ce compris la participation dans HUBWOO) est élevée et se justifie par certaines caractéristiques des sociétés concernées ainsi que par la volonté affichée par PROACTIS et certains groupes du secteur de jouer un rôle actif dans la consolidation de ce dernier,

-que si les synergies de coûts avec HUBWOO sont aujourd'hui limitées, il n'en demeure pas moins qu'on peut légitimement se demander si une partie de la prime payée par PROACTIS ne peut pas être attribuée au fait que le groupe Perfect Commerce a une taille plus significative du fait de l'acquisition d'HUBWOO, et de ce fait se poser la question de l'attribution d'une partie de cette prime aux actionnaires minoritaires d'HUBWOO, sans qu'elle puisse être quantifiée.

Le prix de 0,20€ par action HUBWOO offre des primes sur la valorisation d'HUBWOO selon l'analyse multicritères, qui comprend le cours de bourse, la valeur de cash-flows d'exploitation disponibles, la référence à des multiples boursiers ainsi que la référence au prix de l'OPA de 2015.

Le prix de 0,20€ par action HUBWOO est équitable pour les actionnaires minoritaires d'HUBWOO dans le cadre de la présente Offre Publique d'Achat Simplifiée.

Le 12 janvier 2018


Marie-Ange Farthouat, Associée

Farthouat Finance

21 rue d'Hauteville

75010 Paris