

OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIÉE VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIÉTÉ



Initiée par la société **DL INVEST**

Présentée par

Invest *Securities*

NOTE D'INFORMATION DE DL INVEST

TERMES DE L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIÉE :

Prix de l'Offre :

22,06 euros par action DL Software

COMPLÉMENT DE PRIX EVENTUEL :

Un complément de prix de 1 euro par action DL Software apportée à l'Offre dans le cadre de la procédure de semi-centralisation sera versé, dans les conditions décrites à la section 2.3 ci-après, dans l'hypothèse où la société DL Invest, agissant seule ou de concert, franchirait le seuil de 95% du capital et des droits de vote de DL Software dans les 12 mois suivant la date de l'obtention de la décision de conformité de l'Autorité des marchés financiers relative à la présente Offre (le « **Complément de Prix 1** »).

En outre, un complément de prix par action DL Software apportée à l'Offre dans le cadre de la procédure de semi-centralisation, égal à la différence entre (i) le prix révisé payé pour une action DL Software et (ii) le prix offert dans le cadre de l'Offre, sera versé, dans les conditions décrites à la section 2.3 ci-après, dans l'hypothèse où, dans un délai de 12 mois suivant l'obtention de la décision de conformité de l'Autorité des marchés financiers relative à la présente Offre, DL Invest ou l'un de ses affiliés, agissant seul ou de concert, procéderait à une nouvelle offre publique d'acquisition portant sur les actions de DL Software, et/ou à l'acquisition en numéraire sur le marché ou hors marché d'actions DL Software, à un prix supérieur à celui de l'Offre (le « **Complément de Prix 2** » et ensemble avec le Complément de Prix 1, le « **Complément de Prix** »).

Il est précisé que dans l'hypothèse où le seuil de 95% du capital et des droits de vote de DL Software serait franchi à la suite d'une nouvelle offre publique d'acquisition ou d'une acquisition en numéraire, sur le marché ou hors marché, à un prix supérieur à l'Offre, le Complément de Prix 1 ne sera pas dû en plus du Complément de Prix 2.

DURÉE DE L'OFFRE :

10 jours de négociation

Le calendrier de l'Offre sera fixé par l'Autorité des marchés financiers conformément aux dispositions de son règlement général

En application de l'article L. 621-8 du Code monétaire et financier et des articles 231-23 et 231-26 de son règlement général, l'AMF a, en application de la décision de conformité de l'offre publique du 20 juin 2017, apposé le visa n°17-283 en date du 20 juin 2017 sur la présente note d'information. Cette note d'information a été établie par DL INVEST et engage la responsabilité de son signataire. Le visa, conformément aux dispositions de l'article L. 621-8-1 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

1° En application de l'article L. 433-4 III du Code monétaire et financier et des articles 237-14 à 237-19 du règlement général de l'AMF, l'Initiateur se réserve la faculté de demander à l'AMF la mise en œuvre d'un retrait obligatoire visant les actions DL Software non présentées à l'Offre si celles-ci ne représentent pas plus de 5% du capital social ou des droits de vote de la Société.

2° Les actionnaires de DL Software peuvent céder leurs actions soit sur le marché, soit dans le cadre de la procédure de semi-centralisation, selon le prix, le calendrier et les modalités décrites à la section 2 de la présente note d'information.

3° Seuls les actionnaires qui auront apporté leurs titres à l'Offre dans le cadre de la procédure de semi-centralisation selon les modalités décrites à la section 2 de la présente note d'information pourront se voir verser, le cas échéant, le Complément de Prix décrit à la section 2.3 de la présente note d'information. **Les actions cédées sur le marché durant l'Offre et acquises pour le compte de DL Invest ne donneront pas droit, le cas échéant, au versement du Complément de Prix.**

Les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur seront mises à la disposition du public, au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre, conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF.

La présente note d'information est disponible sur les sites internet de DL Software (www.dlsoftware.fr) et de l'AMF (www.amf-france.org) et peut être obtenue sans frais auprès de DL Invest (50, rue de Monceau, 75008 Paris) et d'Invest Securities (73, boulevard Haussmann – 75008 Paris).

Table des matières

ARTICLE 1	PRÉSENTATION DE L'OFFRE.....	4
1.1	MOTIFS ET CONTEXTE DE L'OFFRE	7
1.2	INTENTIONS DE L'INITIATEUR AU COURS DES DOUZE PROCHAINS MOIS.....	10
1.3	ACCORDS POUVANT AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE	13
ARTICLE 2	CARACTÉRISTIQUES DE L'OFFRE.....	18
2.1	TERMES DE L'OFFRE.....	18
2.2	TITRES VISES PAR L'OFFRE	19
2.3	COMPLEMENTS DE PRIX EVENTUELS	20
2.4	LIQUIDITE OFFERTE AUX ATTRIBUTAIRES D'ACTIONS GRATUITES	20
2.5	MODALITES DE L'OFFRE	21
2.6	PROCEDURE D'APPORT A L'OFFRE.....	21
2.7	PUBLICATION DES RESULTATS DE L'OFFRE ET REGLEMENT-LIVRAISON DE L'OFFRE SEMI-CENTRALISEE	22
2.8	CALENDRIER INDICATIF DE L'OFFRE	22
2.9	COUTS ET MODALITES DE FINANCEMENT DE L'OFFRE	23
2.10	RESTRICTIONS CONCERNANT L'OFFRE A L'ETRANGER	24
2.11	REGIME FISCAL DE L'OFFRE	25
2.12	REGIME FISCAL DU RETRAIT OBLIGATOIRE	29
ARTICLE 3	ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX DE L'OFFRE.....	30
3.1	INFORMATIONS PRÉLIMINAIRES	30
3.2	DONNÉES FINANCIÈRES DE BASE.....	30
3.3	MÉTHODES ÉCARTÉES	36
3.4	MÉTHODES RETENUES POUR L'APPRÉCIATION DU PRIX D'OFFRE	39
ARTICLE 4	PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE D'INFORMATION	49
4.1	POUR L'INITIATEUR	49
4.2	POUR L'ETABLISSEMENT PRESENTATEUR	49

ARTICLE 1 PRÉSENTATION DE L'OFFRE

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 233-1 2°, = 234-2 et suivants, 235-1 et 235-2 du règlement général de l'AMF, la société DL Invest, société par actions simplifiée au capital de 42.363,04 euros, dont le siège social est sis 50, rue de Monceau, 75008 Paris, immatriculée au registre de commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 812 868 438 (« **DL Invest** » ou l'« **Initiateur** »), propose de manière irrévocable aux actionnaires de DL Software, société anonyme au capital de 389.524,24 euros divisé en 4.869.053 actions de 0,08 euro de valeur nominale chacune, dont le siège social est sis 50, rue de Monceau, 75008 Paris, France, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 445 053 937 (« **DL Software** » ou la « **Société** »), et dont les actions sont admises aux négociations sur le système multilatéral de négociation organisé d'Alternext à Paris sous le code ISIN FR0010357079, d'acquérir la totalité de leurs actions DL Software au prix unitaire de 22,06 euros (le « **Prix d'Offre** ») dans le cadre de l'offre publique d'achat simplifiée décrite ci-après (l'« **Offre** »).

DL Invest est détenue, à la date de la présente note d'information, (i) à hauteur de 78,63% par la société Phoenix, société par actions simplifiée, dont le siège social est sis 50, rue de Monceau, 75008 Paris, immatriculée au Registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 431 888361 (« **Phoenix** »), (ii) à hauteur de 19,38% par la société de reprise nouvellement constituée DLPV Software, société par actions simplifiée, dont le siège social est sis 50, rue de Monceau, 75008 Paris, immatriculée au Registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 828 319 582 (« **DLPV Software** »), (iii) à hauteur de 1,06% par Monsieur Patrick Lemaire, co-fondateur de la Société et (iv) à hauteur de 0,93% par certains managers de DL Invest et de la Société (hors Messieurs Jean-Noël Drouin et Patrick Lemaire) (les « **Managers DLSO** »).

Phoenix est détenue, à la date de la présente note d'information, (i) à hauteur de 94,12% par DLPV Software et (ii) à hauteur de 5,88% par Monsieur Jean-Noël Drouin, co-fondateur de la Société, et certains membres de sa famille.

DLPV Software est détenue, à la date de la présente note d'information, (i) à hauteur de 47,87% en capital et 54,06% en droits de vote par la société de reprise nouvellement constituée 2A Software, société par actions simplifiée, dont le siège social est sis, 50, rue de Monceau, 75008 Paris, immatriculée au Registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 828 341 917 (« **2A Software** »), laquelle contrôle dès lors DLPV Software, (ii) à hauteur de 33,48% en capital et 37,82% en droits de vote par Monsieur Jean-Noël Drouin et certains membres de sa famille et (iii) à hauteur de 18,65% en capital et 8,12% en droits de vote par Monsieur Patrick Lemaire.

La société 2A Software est détenue, à la date de la présente note d'information, (i) à hauteur de 14,31% par le FPCI 21 Centrale Partners V (« **21 Centrale Partners** »)¹, (ii) à hauteur de 43,61% par la société 21 CP V Principal Investments (société détenue à 100% par le FPCI 21 Centrale Partners V), (iii) à hauteur de 35,78% par différents fonds gérés par la société de gestion Amundi Private Equity Funds (« **Amundi** »), société anonyme dont le siège social est sis 90, boulevard Pasteur, 75015 Paris, immatriculée au Registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 422 333 575 et (iv) à hauteur de 6,30% par différents fonds gérés par la société de gestion Swen Capital Partners (« **Swen** »), société anonyme dont le siège social est sis 20-22 rue Vernier, 75017 Paris, immatriculée au Registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 803 812 593 (ci-après désignés collectivement, les « **Investisseurs Financiers** »). 2A Software est contrôlée par 21 Centrale Partners.

¹ Le FPCI 21 Centrale Partners V est un fonds géré par la société 21 Centrale Partners, société de gestion de portefeuille qui gère des fonds contrôlant des entreprises du mid-market dans des secteurs variés. La société 21 Centrale Partners est une filiale à 100% de la société de droit italien 21 Partners S.p.A., laquelle n'est pas contrôlée.

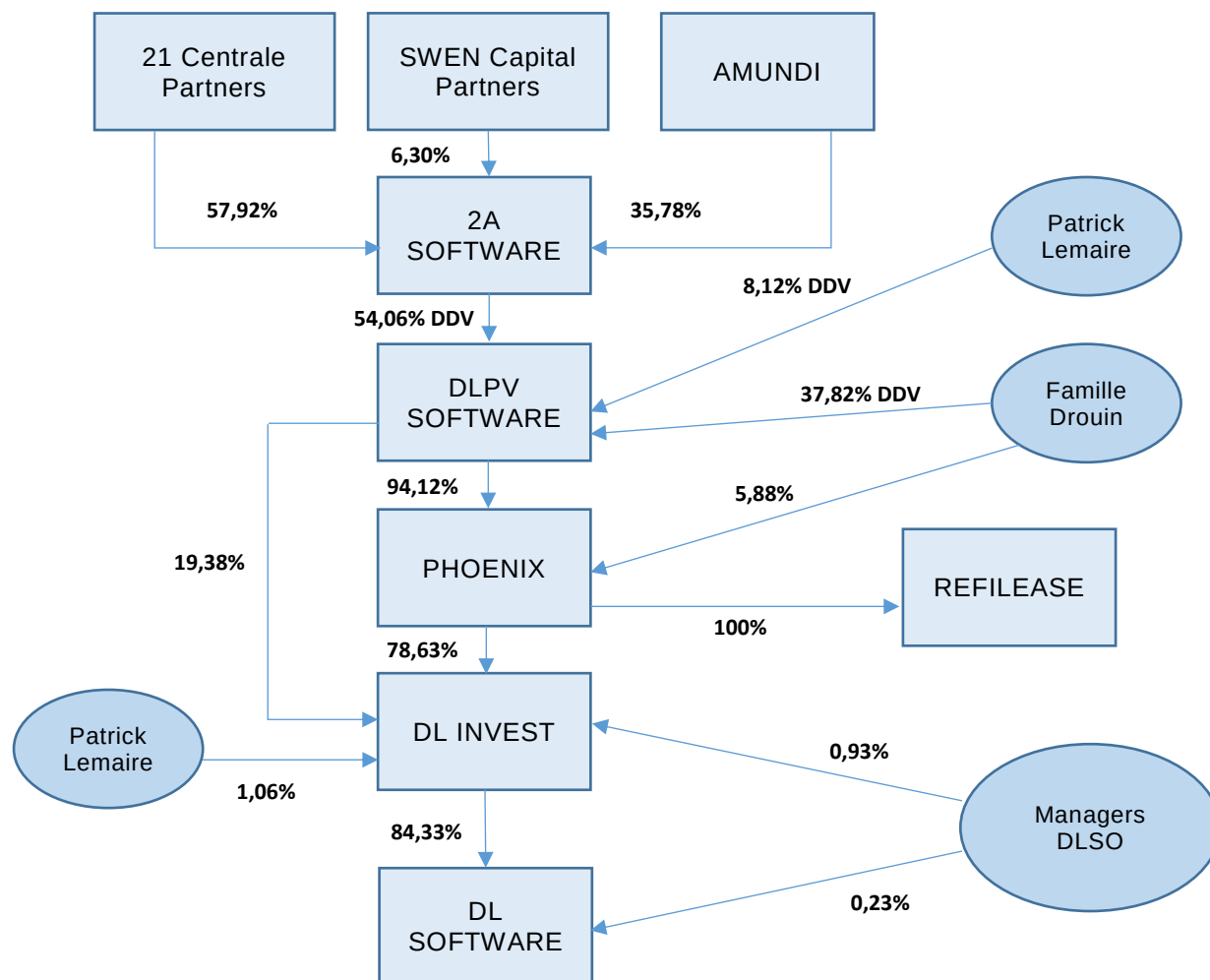
L'Offre fait suite à l'acquisition indirecte du contrôle de la Société par la société de reprise DLPV Software le 18 mai 2017, via (i) l'acquisition (par voie de cessions et d'apports) de 820.838 actions composant le capital social de DL Invest, soit 19,38% de son capital auprès de Monsieur Patrick Lemaire, certains membres de sa famille et certains managers, et (ii) l'acquisition (par voie de cessions et d'apports) de 29.238 actions composant le capital social de Phoenix, soit 94,12% de son capital auprès Monsieur Jean-Noël Drouin et certains membres de sa famille (ci-après avec Monsieur Patrick Lemaire et certains membres de sa famille (les « **Fondateurs** »)) ; l'Offre revêt donc un caractère obligatoire en application de l'article 234-2 du règlement général de l'AMF.

L'Initiateur agit de concert avec les Managers DLSO, qui détiennent ensemble 11.228 actions DL Software (soit 0,23% du capital et des droits de vote), dont 5.090 actions qui seront apportées à l'Offre et 6.138 actions qui font l'objet d'engagements de non apport à l'Offre et qui seront apportés en nature indirectement à DLPV Software et 2A Software postérieurement à l'Offre (DL Invest et les Managers DLSO sont ci-après désignés ensemble le « **Concert** »), conformément au tableau récapitulatif ci-après :

Managers DLSO	Nombres d'actions DLSO détenues	Nombres d'actions DLSO apportées à l'Offre	Nombres d'actions DLSO sous engagement de non apport à l'Offre
Pascal Andries	3.551	2.040	1.511
Brice Guiraud	2.132	621	1.511
Dominique Singez	2.500	989	1.511
Yves Hochard	3.045	1.440	1.605
Total	11.228	5.090	6.138

A la date du présent document, le Concert détient 4.117.422 actions DL Software, représentant 84,56% du capital et des droits de vote de la Société sur la base d'un nombre total de 4.869.053 actions et droits de vote théoriques de la Société.

L'organigramme du groupe de l'Initiateur à la date de la présente note d'information figure ci-après :



Conformément à l'article 231-6 du règlement général de l'AMF, l'Offre porte sur la totalité des actions DL Software en circulation non détenues par l'Initiateur, à l'exception :

- des 20.502 actions auto-détenues par la Société, le conseil d'administration de la Société ayant décidé de ne pas apporter lesdites actions à l'Offre ; et
- de 6.138 actions détenues par les Managers DLSO (sur un total de 11.228 actions détenues par eux, le solde étant apporté à l'Offre), qui font l'objet d'un engagement de non apport à l'Offre de la part de ces derniers, ces managers s'étant engagés à les apporter indirectement à DLPV Software et 2A Software à l'issue de l'Offre dans le cadre d'un apport en nature, sur la base du même prix que le Prix de l'Offre ;

soit, sur la base du capital social de la Société à la date du dépôt de l'Offre, un nombre total de 736.219 actions DL Software visées par l'Offre (les « **Actions** »).

Les 11.500 actions attribuées gratuitement par DL Software à certains de ses salariés et managers le 19 décembre 2015 (les « **Actions Gratuites** »), dont la période d'acquisition vient à expiration le 19 décembre 2017, laquelle n'aura donc pas expiré à la date de clôture de l'Offre, ne sont pas visées par l'Offre. En effet, sauf cas exceptionnels liés au décès ou à l'invalidité des bénéficiaires, les articles L. 225-197-1 et suivants du Code de commerce prévoient le principe de leur inaccessibilité pendant la

période d'acquisition, celle-ci prenant fin le 19 décembre 2017. Il est précisé que dans l'hypothèse où certaines Actions Gratuites deviendraient cessibles par anticipation pour cause de décès ou d'invalidité du bénéficiaire, ces Actions Gratuites pourraient être apportées à l'Offre conformément aux dispositions des articles L. 225-197-1 et suivants du Code de commerce.

A la connaissance de l'Initiateur, il n'existe pas d'autres titres ou instruments financiers pouvant donner accès immédiatement ou à terme au capital ou aux droits de vote de DL Software.

La présente note d'information a été établie par DL Invest.

Invest Securities est l'établissement présentateur de l'Offre et garantit, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

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

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

1.1 MOTIFS ET CONTEXTE DE L'OFFRE

1.1.1 Contexte de l'Offre

A l'issue d'un processus de mise en vente concurrentiel, les Investisseurs Financiers se sont engagés aux termes d'une lettre d'offre ferme en date du 17 février 2017 (l'« **Offre Ferme** ») à acquérir (par voie de cession et d'apports), via la société DLPV Software, société de reprise spécialement constituée à cet effet, l'intégralité du capital social de la société Phoenix, de la société DL Invest et de la Société.

A ce titre, dans le cadre de transactions réalisées le 18 mai 2017, la société DLPV Software a acquis, conformément aux termes de deux contrats d'acquisition conclus le 21 avril 2017 (les « **Contrats d'Acquisition** ») et d'un protocole d'investissement conclu le 21 avril 2017 (le « **Protocole d'Investissement** »), 94,12% du capital et des droits de vote de Phoenix et 19,38% du capital et des droits de vote de DL Invest (l'« **Acquisition Initiale** »), auprès de :

- Monsieur Jean-Noël Drouin (Président Directeur Général et co-fondateur de DL Software) et certains membres de sa famille qui (i) ont cédé à DLPV Software 20.710 actions Phoenix représentant 66,67% du capital et des droits de vote de Phoenix, à un prix de 2.214,83 euros par action Phoenix, soit un prix par action calculé par transparence sur la base du Prix d'Offre², et (ii) ont apporté en nature à DLPV Software 8.528 actions Phoenix, représentant 27,45% du capital et des droits de vote de Phoenix, sur la base d'une valeur unitaire de 2.214,83 euros par action Phoenix, soit un prix par action calculé par transparence sur la base du Prix d'Offre ; et
- Monsieur Patrick Lemaire (Directeur Général Adjoint et co-fondateur de DL Software), certains membres de sa famille ainsi que certains managers, qui (i) ont cédé à DLPV Software 610.629 actions DL Invest représentant 14,42% du capital et des droits de vote de DL Invest, à un prix de 19,28 euros par action DL Invest, soit un prix par action calculé par transparence sur la base du Prix d'Offre³, et (ii) ont apporté en nature à DLPV Software 210.209 actions DL Invest, représentant 4,96% du capital et des droits de vote de DL Invest, sur la base d'une valeur unitaire de 19,28 euros par action DL Invest, soit un prix par action calculé par transparence sur la base du Prix d'Offre.

² La situation financière nette de Phoenix a également été prise en compte dans la détermination du prix par action Phoenix.

³ La situation financière nette de DL Invest a également été prise en compte dans la détermination du prix par action DL Invest.

A l'issue de cette Acquisition Initiale, DLPV Software a pris le contrôle de l'Initiateur, qui détient, à la date de la présente note d'information, 4.106.194 actions DL Software représentant 84,33% du capital et des droits de vote de la Société.

Aux termes des Contrats d'Acquisition, dans l'hypothèse où dans les douze (12) mois suivant la date de l'obtention de la déclaration de conformité de l'AMF sur l'Offre, DLPV Software, agissant seul ou de concert, franchirait directement ou indirectement le seuil de 95% du capital et des droits de vote de la Société (à l'issue de l'Offre, de toute offre publique subséquente ou de toute acquisition de titres de la Société, sur le marché ou hors marché), DLPV Software s'est engagée à verser aux Fondateurs et aux Managers DLSO, pour chacune des actions Phoenix ou DL Invest cédée, un complément de prix calculé par transparence sur la base de la revalorisation à la hausse d'un (1) euro du prix par action de la Société (le « **Complément de Prix 1** ») (soit quatre-vingt-dix-sept (0,97) centimes d'euros par action DL Invest et cent quatre (104) euros par action Phoenix).

En outre, dans l'hypothèse où DLPV Software, agissant seul ou de concert, ou l'un quelconque de ses affiliés, agissant seul ou de concert, procéderait dans les douze (12) mois suivant la date de l'obtention de la déclaration de conformité de l'AMF sur l'Offre, (i) à une nouvelle offre publique d'acquisition portant sur les titres de la Société non détenus par lui directement ou indirectement (quelle que soit la forme de cette offre publique) et/ou (ii) à l'acquisition en numéraire, sur le marché ou hors marché, de titres de la Société, dans les deux hypothèses à un prix supérieur au Prix d'Offre, DLPV Software s'est également engagée à verser aux Fondateurs et aux Managers DLSO, un complément de prix par action Phoenix ou DL Invest cédée égal à la différence entre (a) le prix pour une action Phoenix ou DL Invest déterminé par transparence sur la base du prix révisé par action de la Société et (b) le prix d'acquisition des actions Phoenix ou DL Invest déterminé par transparence sur la base du Prix d'Offre (le « **Complément de Prix 2** » et ensemble avec le Complément de Prix 1, le « **Complément de Prix** »). Dans le cadre de la mise en œuvre à plusieurs reprises de cet ajustement, il est précisé que le prix révisé par action de la Société s'entend du prix par action de la Société résultant de la dernière opération ayant donné lieu au versement d'un Complément de Prix 2.

Il est précisé également que dans l'hypothèse où le seuil de 95% du capital et des droits de vote de DL Software serait franchi à la suite d'une nouvelle offre publique d'acquisition ou d'une acquisition en numéraire, sur le marché ou hors marché, à un prix supérieur au Prix d'Offre, le Complément de Prix 1 ne sera pas dû, et seul le Complément de Prix 2 sera versé.

Par ailleurs, conformément aux termes du Protocole d'Investissement, dans l'hypothèse où un Complément de Prix serait versé dans les conditions ci-dessus, les Fondateurs se verront attribuer un nombre additionnel de titres en rémunération des actions Phoenix ou DL Invest apportées en nature à DLPV Software, lequel nombre correspondra à la valeur du Complément de Prix effectivement versé aux actionnaires de DL Software.

Les actionnaires minoritaires de DL Software pourront également bénéficier du Complément de Prix dans les conditions et modalités décrites à la section 2.3 ci-après.

Par ailleurs, conformément aux termes du Protocole d'Investissement, les Fondateurs se sont engagés dans un délai de 45 jours à compter de la clôture de l'Offre et, le cas échéant du retrait obligatoire, à céder ou apporter en nature à DLPV Software le solde de leurs actions Phoenix et de leurs actions DL Invest (étant précisé que le nombre exact d'action Phoenix ou DL Invest cédées et/ou apportées sera déterminé en fonction du résultat de l'Offre) ; de même, les Managers DLSO se sont engagés à apporter en nature indirectement à DLPV Software et à 2A Software, le solde des actions DL Invest qu'ils détiennent ainsi que des actions de la Société qu'ils détiennent, et qui ne sont pas visées par l'Offre compte tenu de l'engagement de non-apport partiel conclu par les Managers DLSO.

Ces cessions et apports seront réalisés sur la base d'une valorisation identique à celle retenue dans le cadre des opérations d'apport et de cession initiales susvisées, ajustées, le cas échéant, du Complément de Prix.

Le Protocole d'Investissement est plus amplement décrit à la section 1.3 ci-après.

1.1.2 Motifs de l'Offre

L'Offre est l'aboutissement d'un processus compétitif de cession par les Fondateurs, en collaboration avec les Managers DLSO, de leurs participations détenues, indirectement au travers des sociétés Phoenix et DL Invest, dans le capital de la Société.

Ce processus a abouti, à la suite de l'Acquisition Initiale, à la prise de contrôle de la Société par DLPV Software via la société DL Invest, qui, conformément à la réglementation boursière applicable et en application notamment des articles 233-1 2° et 234-2 et suivants du règlement général de l'AMF, a déposé la présente Offre.

1.1.3 Répartition du capital social de DL Software

A la connaissance de l'Initiateur, le capital social et les droits de vote de DL Software étaient répartis (sur une base théorique) comme suit au 31 mai 2017 :

Actionnaires	Nb d'actions	En % du capital	Nb de DDV	En % DDV (1)
DL Invest	4.106.194	84,33	4.106.194	84,33
Managers DLSO	11.228	0,23	11.228	0,23
Total Concert	4.117.422	84,56	4.117.422	84,56
Autres managers	20.014	0,41	20.014	0,41
Actions auto-détenues ⁽¹⁾	20.502	0,42	20.502	0,42
Flottant	711.115	14,61	711.115	14,61
Total	4.869.053	100	4.869.053	100

Source : Société

(1) Conformément aux dispositions de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF, le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de l'ensemble des actions auxquelles sont attachés des droits de vote, y compris les actions privées de droit de vote telles que les actions auto-détenues en vertu de l'article L. 225-210 du Code de commerce.

1.1.4 Acquisition d'actions DL Software

DL Invest a acquis 239.860 actions DL Software au prix maximum de 13,55 euros par action entre le 1^{er} juin le 25 juillet 2016.

Un tableau récapitulatif de l'ensemble de ces transactions figure sur le site internet de la Société, dans la rubrique « informations réglementées » :

(<https://www.dlsoftware.fr/actionnaires-et-investisseurs/information-reglementee>).

Aucune autre acquisition d'actions n'a été réalisée par l'Initiateur ou les personnes le contrôlant ou agissant de concert avec lui au cours des 12 derniers mois.

1.1.5 Déclarations de franchissement de seuils

Conformément aux dispositions de l'article 233-7 du Code de commerce, DLPV Software a déclaré à l'AMF et à la Société, par courrier en date du 19 mai 2017, avoir franchi indirectement en hausse le seuil légal de 50% du capital social et des droits de vote de la Société, tant seul que de concert avec les Managers DLSO. Cette déclaration a fait l'objet d'un avis publié par l'AMF le 19 mai 2017 sous le numéro 217C1016.

Par ailleurs, Monsieur Jean-Noël Drouin et sa famille ont déclaré à l'AMF et à la Société, par courrier en date du 24 mai 2017, avoir franchi indirectement en baisse le seuil légal de 50% du capital social et des droits de vote de la Société. En outre, le concert composé de Monsieur Jean-Noël Drouin (directement et indirectement par l'intermédiaire de la société DL Invest SAS qu'il contrôlait), Monsieur Patrick Lemaire et certains managers de la Société ont déclaré avoir franchi en baisse, directement et indirectement les seuils de 50% du capital et des droits de vote de la Société. Le pacte d'actionnaires, constitutif d'une action de concert, conclu entre ces derniers le 30 novembre 2015 a été résilié en date du 18 mai 2017. Cette déclaration a fait l'objet d'un avis publié par l'AMF le 24 mai 2017 sous le numéro 217C1059.

1.1.6 Autorisations réglementaires

L'opération de changement de contrôle de DL Software a fait l'objet d'une autorisation de l'Autorité de la concurrence en France par décision en date du 18 avril 2017.

1.1.7 Divulgateion de certaines informations relatives à DL Software

L'Initiateur estime qu'il n'a pas reçu d'informations précises relatives, directement ou indirectement, à DL Software, autres que des informations publiquement disponibles ou qui figurent dans la présente note d'information ou la note en réponse, et qui seraient susceptibles, si elles étaient rendues publiques, d'avoir une influence sensible sur le cours de l'action DL Software.

1.2 INTENTIONS DE L'INITIATEUR AU COURS DES DOUZE PROCHAINS MOIS

1.2.1 Intérêt de l'opération pour l'Initiateur, DL Software et ses actionnaires

L'Acquisition Initiale suivie de l'Offre s'inscrit dans la stratégie d'investissement de 21 Centrale Partners, actionnaire de contrôle du groupe de l'Initiateur, dans l'objectif d'accompagner le développement de la Société.

Les principaux dirigeants opérationnels de DL Software et de ses filiales seront maintenus à leur poste à l'issue de l'Offre et l'Initiateur entend poursuivre la stratégie mise en place ces dernières années, tout en lui offrant de nouvelles perspectives grâce aux moyens supplémentaires mis à disposition de DL Software par DLPV Software.

L'Initiateur propose aux actionnaires de DL Software qui apporteront leurs actions à l'Offre une liquidité immédiate sur l'intégralité de leur participation au même prix, par transparence, que celui versé pour l'Acquisition Initiale. Le Prix d'Offre extériorise une prime de 7,7% sur le cours de clôture au 21 février 2017 (12,6% avec le Complément de Prix 1) et une prime de 23,1% sur le cours moyen pondéré 3 mois (28,7% avec le Complément de Prix 1).

Les éléments d'appréciation du Prix d'Offre sont présentés à la section 3 de la présente note d'information.

1.2.2 Stratégie — Politique industrielle et commerciale

En collaboration avec le management de DL Software, l'Initiateur a l'intention de poursuivre les principales orientations stratégiques mises en œuvre par la Société afin de maintenir le développement de ses produits et sa présence sur le marché des logiciels.

La stratégie de l'Initiateur vis-à-vis de la Société repose donc sur la continuité et le développement de ses activités actuelles, essentiellement par croissance organique. La réalisation de l'Offre ne devrait pas avoir de conséquence particulière en matière d'organisation et d'évolution de la Société.

Le financement du groupe se situant désormais au niveau de la holding de reprise DLPV Software, d'éventuelles futures opérations de croissance externe pourraient être réalisées prioritairement au niveau de la holding de reprise.

1.2.3 Intentions de l'Initiateur en matière d'emploi

L'Initiateur n'anticipe pas de changements au sein des effectifs de la Société ou dans la politique d'emploi ou de ressources humaines de DL Software.

Cette opération s'inscrit dans la continuité de la politique de gestion en matière de relations sociales et de ressources humaines de la Société.

1.2.4 Composition des organes sociaux et de direction de DL Software

Le conseil d'administration de la Société est actuellement composé de Messieurs Jean-Noël Drouin, Patrick Lemaire, Claude Breuil, et Stéphane Delplancq. Il n'est pas envisagé à ce jour de procéder à une modification de la composition du conseil d'administration de la Société.

En outre et sans préjudice de ce qui est mentionné ci-après au paragraphe 1.3.2.1, Monsieur Jean-Noël Drouin continuera d'exercer ses fonctions de Président Directeur Général de la Société. Monsieur Patrick Lemaire continuera d'exercer ses fonctions de Directeur Général Délégué de la Société.

1.2.5 Intentions concernant le maintien de la cotation de DL Software à l'issue de l'Offre

(i) Retrait Obligatoire

En application de l'article L. 433-4 III du Code monétaire et financier et des articles 237-14 à 237-19 du règlement général de l'AMF, l'Initiateur se réserve la faculté de demander à l'AMF la mise en œuvre du retrait obligatoire visant les Actions de DL Software non présentées à l'Offre si celles-ci ne représentent pas plus de 5% du capital social ou des droits de vote de la Société.

A cette fin et conformément à l'article 261-1 I et II du règlement général de l'AMF, DL Software a désigné le cabinet BM&A Advisory & Support en tant qu'expert indépendant afin que ce dernier émette un avis sur les conditions et modalités financières de l'Offre, suivie, le cas échéant, du retrait obligatoire. L'expert indépendant a conclu dans son rapport au caractère équitable de la contrepartie offerte aux actionnaires minoritaires dans le cadre de l'Offre ainsi qu'au caractère équitable de la contrepartie offerte aux actionnaires minoritaires dans le cadre d'un éventuel retrait obligatoire.

Son rapport est reproduit in extenso dans la note en réponse de DL Software.

Les Actions seraient radiées d'Alternext le jour de négociation suivant la mise en œuvre du retrait obligatoire.

(ii) Offre publique de retrait

L'Initiateur se réserve également la possibilité, dans l'hypothèse où il viendrait à détenir, directement ou indirectement, au moins 95% des droits de vote de la Société, et où un retrait obligatoire ne serait pas mis en œuvre dans les conditions visées au paragraphe (i) ci-dessus, de déposer auprès de l'AMF un projet d'offre publique de retrait suivie, si les conditions sont remplies, d'une procédure de retrait obligatoire visant les Actions qui ne seront pas encore détenues directement ou indirectement par l'Initiateur, conformément à l'article 236-3 du règlement général de l'AMF.

(iii) Radiation de la cote

L'Initiateur se réserve également la possibilité, dans l'hypothèse où il ne pourrait pas, à l'issue de l'Offre, mettre en œuvre un retrait obligatoire en raison d'un nombre insuffisant d'Actions apportées à l'Offre, de demander à Euronext Paris la radiation des Actions du marché Alternext Paris, dans le cadre des règles de marché d'Alternext.

Il est rappelé qu'Euronext Paris ne pourra accepter cette demande que si la liquidité des Actions est fortement réduite à l'issue de l'Offre, de telle sorte que la radiation de la cote soit dans l'intérêt du marché.

1.2.6 Intentions concernant une éventuelle fusion

L'Initiateur n'envisage pas, à la date de la présente note d'information, la réalisation d'une éventuelle fusion avec DL Software. Aux fins de simplifier la structure du groupe de reprise, il est envisagé à l'issue de l'Offre et, le cas échéant, du retrait obligatoire, de fusionner DLPV Software avec Phoenix puis DL Invest.

1.2.7 Intentions concernant la politique de dividendes

Aucune décision formelle n'a été prise par l'Initiateur au sujet de la future politique de distribution de dividendes de la Société. Il est précisé que toute décision relative à la distribution de dividendes sera mise en œuvre conformément aux dispositions légales ou statutaires applicables. L'Initiateur s'attachera à ce que toute distribution de dividendes soit compatible avec les besoins de trésorerie opérationnelle de la Société et de son groupe, de telle manière qu'aucune des sociétés du groupe ne se trouve en situation de ne pas disposer de la trésorerie nécessaire à son exploitation courante.

1.3 ACCORDS POUVANT AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE

1.3.1 Protocole d'Investissement

En application du Protocole d'Investissement conclu le 21 avril 2017, les Investisseurs Financiers, les Fondateurs, les Managers DLSO et certains autres managers (ensemble avec les Managers DLSO, les « **Managers** ») ont notamment convenu ce qui suit :

- a) l'apport en nature, intervenu le 18 mai 2017, au profit de DLPV Software, par Monsieur Jean-Noël Drouin et certains membres de sa famille, de 8.528 actions ordinaires de Phoenix, dont la propriété est démembrée, sur la base d'une valorisation de 2.214,83 euros par action Phoenix, ou de 2.318,83 euros par action Phoenix dans l'hypothèse où le Complément de Prix 1 serait dû (soit un prix par action valorisé par transparence sur la base du Prix d'Offre augmenté du Complément de Prix 1), en l'échange d'actions ordinaires auxquelles sont attachés des bons d'attribution d'actions ordinaires nouvelles à émettre par DLPV Software (les « **ABAA** ») et des obligations convertibles en actions de préférence auxquelles sont attachés des bons d'attribution d'actions de préférence à émettre par DLPV Software (les « **OCADPBAA** ») émises par DLPV Software (l'« **Apport Initial Phoenix** ») dans les deux cas, la propriété des titres reçus en rémunération des apports est démembrée entre les apporteurs au moyen du mécanisme de la subrogation réelle ; les principales caractéristiques des bons d'attribution d'actions ordinaires (les « **BAA** »), des obligations convertibles en actions (les « **OCA** ») et des actions de préférence (les « **ADP** ») sont décrites ci-après ;
- b) l'apport en nature, intervenu le 18 mai 2017, au profit de DLPV Software, par Monsieur Patrick Lemaire, de 210.209 actions ordinaires DL Invest, sur la base d'une valorisation de 19,28 euros par action DL Invest, ou de 20,25 euros par action DL Invest dans l'hypothèse où le Complément de Prix 1 serait dû (soit un prix par action valorisé par transparence sur la base du Prix d'Offre augmenté du Complément de Prix 1), rémunéré par des ABAA et des actions de préférence auxquelles sont attachés des bons d'attribution d'actions de préférence à émettre par DLPV Software (les « **ADPBAA** ») émises par DLPV Software (l'« **Apport Initial DL Invest** » et avec l'Apport Initial Phoenix, les « **Apports Initiaux** ») ; les principales caractéristiques des ADPBAA sont décrites ci-après ;
- c) la cession et/ou l'apport en nature, devant intervenir (sauf accord contraire des parties) dans un délai de quarante-cinq (45) jours à compter de la clôture de l'Offre et, le cas échéant, du retrait obligatoire, au profit de DLPV Software, par Monsieur Jean-Noël Drouin et certains membres de sa famille, d'un nombre maximum de 1.828 actions ordinaires de Phoenix (dont 1.526 actions dont la propriété est démembrée et 302 actions en pleine propriété et étant précisé que le nombre d'actions Phoenix cédées et/ou apportées sera déterminé en fonction du résultat de l'Offre) sur la base d'une valorisation identique à celle retenue dans le cadre de l'Apport Initial Phoenix, ajustée, le cas échéant, du Complément de Prix, et en cas d'apport en nature, en l'échange d'ABAA et d'ADPBAA émises par DLPV Software, sauf dans le cas où dans les quarante-cinq (45) jours suivant la clôture de l'Offre et, le cas échéant, du Retrait Obligatoire, un Complément de Prix aurait été dû, auquel cas l'apport en nature complémentaire serait rémunéré en actions ordinaires et en ADP de DLPV Software valorisées par transparence sur la base du Prix d'Offre augmenté du Complément de Prix (les « **Titres Phoenix Complémentaires** ») ;
- d) la cession et/ou l'apport en nature, devant intervenir (sauf accord contraire des parties) dans un délai de quarante-cinq (45) jours à compter de la clôture de l'Offre et, le cas échéant, du retrait

obligatoire, au profit de DLPV Software, par Monsieur Patrick Lemaire, d'un nombre maximum de 45.042 actions ordinaires de DL Invest (étant précisé que le nombre d'actions Phoenix cédées et/ou apportées sera déterminé en fonction du résultat de l'Offre), sur la base d'une valorisation identique à celle retenue pour l'Apport Initial DL Invest, ajustée, le cas échéant, du Complément de Prix, et en cas d'apport en nature, en l'échange d'ABAA et d'ADPBAA émises par DLPV Software, sauf dans le cas où dans les quarante-cinq (45) jours suivant de la clôture de l'Offre et, le cas échéant, du retrait obligatoire, un Complément de Prix aurait été dû, auquel cas l'apport en nature complémentaire serait rémunéré en actions ordinaires et en ADP de DLPV Software valorisées par transparence sur la base du Prix d'Offre augmenté du Complément de Prix (les « **Titres DL Invest Complémentaires** ») ;

- e) l'apport en nature des Managers DLSO, devant intervenir (sauf accord contraire des parties) dans un délai de quarante-cinq (45) jours à compter de la clôture de l'Offre et, le cas échéant, du retrait obligatoire, (i) au profit de DLPV Software, de 39.567 actions ordinaires de DL Invest et (ii) au profit de DLPV Software et de 2A Software de 6.138 actions ordinaires de DL Software ; les modalités de réinvestissement des Managers DLSO dans DLPV Software et 2A Software sont plus amplement décrites à la section 1.3.4 ci-après ;
- f) un investissement, intervenu le 18 mai 2017, d'un montant total de 26.999.944 euros, par les Investisseurs Financiers, via la souscription d'actions ordinaires émises par la société 2A Software et d'obligations convertibles en actions émises par DLPV Software, étant précisé qu'une partie de cet investissement, soit 4.957.240 euros, a vocation à financer l'Offre et, le cas échéant, l'acquisition des Titres Phoenix Complémentaires et des Titres DL Invest Complémentaires (l'« **Investissement Initial des Investisseurs Financiers** ») ;
- g) l'émission, intervenue le 18 mai 2017, par DLPV Software, d'un emprunt obligataire d'un montant total maximum de 52.800.000 euros, destiné à financer (i), à hauteur de 45.000.000 euros, l'Acquisition Initiale et les frais y afférents, et (ii), à hauteur de 7.800.000 euros, l'Offre ainsi que l'éventuel Complément de Prix 1 (le « **Financement Unitranche** ») ;
- h) une avance en compte courant d'un montant de 4.446.765 euros par les Investisseurs Financiers au profit de la société 2A Software laquelle consentira une avance en compte courant d'un même montant à DLPV Software (l'« **Avance en Compte Courant** ») ;
- i) la mise à disposition par DLPV Software à l'Initiateur, via une avance en compte courant, d'une partie des montants visés aux paragraphes f), g) et h) ci-dessus, soit un montant d'environ 17 millions d'euros, destinée à financer l'Offre et le versement du Complément de Prix 1 pour les Actions de la Société présentées à l'Offre dans le cadre de la procédure de semi-centralisation ;
- j) la conclusion, intervenue le 18 mai 2017, d'un pacte entre les associés de DLPV Software, plus amplement décrit à la section 1.3.2 ci-après ;
- k) un investissement complémentaire, devant intervenir (sauf accord contraire des parties) dans un délai de quarante-cinq (45) jours à compter de la clôture de l'Offre et, le cas échéant, du retrait obligatoire, par les Investisseurs Financiers, d'un montant total maximum de 2.591.150 euros, via la souscription d'actions ordinaires de la société 2A Software et d'obligations convertibles en actions émises par DLPV Software, dans l'hypothèse où un Complément de Prix serait dû (l'« **Investissement Complémentaire des Investisseurs Financiers** »), étant précisé que dans le cas où interviendrait un Investissement Complémentaire des Investisseurs Financiers, les Fondateurs auront la possibilité d'investir *pari passu* en numéraire avec les Investisseurs Financiers de telle sorte que la répartition en capital et en droits de vote du capital de DLPV Software entre les Fondateurs et les Investisseurs Financiers soit conservée ;

- l) des promesses unilatérales de vente et d'achat d'actions : chaque Manager ayant réinvesti indirectement dans DLPV Software s'engageant, en cas de cessation de ses fonctions, à céder à 2A Software, qui s'engage à les acheter, les actions qu'il détiendra dans la holding des Managers, à un prix fonction des circonstances de départ calculé sur la base de tout ou partie de la valeur de marché d'une action (calculée sur la base du même multiple d'EBITDA que celui retenu pour l'Offre), ou de la valeur de souscription initiale d'une action, en fonction de la cause du départ ; et
- m) les modalités de financement de l'Offre et du Complément de Prix 1.

A l'issue des opérations d'apport et de cession décrites ci-dessus, DLPV Software détiendra 100% du capital et des droits de vote des sociétés Phoenix et DL Invest.

L'exercice des BAA attachés respectivement aux ABAA, OCADPBAA et ADPBAA permettra aux Fondateurs de bénéficier de l'attribution d'un nombre additionnel d'actions ordinaires et d'actions de préférence de DLPV Software (égal à la différence entre (a) le nombre d'actions ordinaires ou d'actions de préférence qui aurait été émis si l'apport concerné avait été réalisé sur la base d'un prix, par actions Phoenix ou par action DL Invest, selon le cas, déterminé par transparence sur la base du prix révisé des actions de la Société dans le cadre de l'Offre intégrant le Complément de Prix, et (b) le nombre d'actions ordinaires ou d'actions de préférence effectivement émis en rémunération de l'apport concerné) dans le cas où un Complément de Prix serait dû, étant précisé dans ce cas que dans l'hypothèse où le Complément de Prix 2 serait dû, le nombre d'actions ordinaires ou de préférence auquel les BAA donneront droit, sera plafonné, de telle sorte que Monsieur Jean-Noël Drouin, certains membres de sa famille et Monsieur Patrick Lemaire ne pourront jamais détenir ensemble plus de 49,99% des droits de vote de DLPV Software.

Les OCADP visées ci-dessus ne porteront pas d'intérêts. Le paiement par DLPV Software de toute somme de quelque nature que ce soit au profit des porteurs d'OCADP, sera subordonné au paiement préalable de toutes les sommes dues, exigibles ou non, au titre du Financement Unitranche. Les OCADP non converties seront remboursées au pair à leur date d'échéance, soit le 18 novembre 2024. DLPV Software ne pourra procéder à un remboursement anticipé des OCADP sauf autorisation de la masse des porteurs d'OCADP statuant à la majorité des deux-tiers. Chaque porteur d'OCADP aura la faculté jusqu'à la date d'échéance, soit le 18 novembre 2024 de demander leur conversion à raison d'une (1) ADP de DLPV Software pour une (1) OCADP en cas de survenance de certains événements usuels.

Sous réserve des droits spécifiques attachés aux ADP prévus dans les statuts, chaque ADP comme toute action ordinaire de DLPV Software donne droit à une part nette proportionnelle à la quotité du capital qu'elle représente dans les bénéfices, réserves ou dans l'actif net social lors de toute distribution, amortissement ou répartition au cours de la vie de DLPV Software. Les ADP sont privées de droit de vote. Par ailleurs, chaque ADP donne notamment droit à leurs titulaires au titre de chaque exercice et pour la première fois au titre du premier exercice clos de DLPV Software à un dividende prioritaire précipitaire de 8% de leur valeur de souscription (nominal plus prime d'émission ou d'apport) calculé par exercice de 12 mois. Ce dividende précipitaire est cumulatif et est reportable de plein droit tant qu'il n'aura pas été distribué sur les sommes dues au titre des exercices ultérieurs. Par ailleurs, les titulaires d'ADP auront, sous réserve d'un remboursement préalable ou concomitant des obligations convertibles émises par DLPV Software, un droit prioritaire par rapport aux titulaires d'actions ordinaires pour demander le rachat par DLPV Software de leurs actions de préférence. Le rachat des ADP se fera dans la même proportion que les obligations convertibles et pour un prix égal à leur valeur de souscription, augmentée du montant du dividende prioritaire précipitaire.

1.3.2 Pacte d'actionnaires

La société 2A Software, les Investisseurs Financiers, et les Fondateurs ont conclu le jour de la réalisation de l'Acquisition Initiale un pacte d'associés pour une durée de quinze années, ayant pour objet principal d'organiser les modalités de gouvernance de DLPV Software ainsi que le transfert des titres de DLPV Software et de 2A Software en application des principales clauses décrites ci-après (le « **Pacte d'Associés** »). Il est précisé que les Managers (dont les Managers DLSO) adhéreront à ce pacte postérieurement à l'Offre, conformément au Protocole d'Investissement.

1.3.2.1 Règles de gouvernance au niveau de DLPV Software

- DLPV Software est une société par actions simplifiée administrée par un président (le « **Président** ») et un directeur général (le « **Directeur Général** ») sous le contrôle d'un conseil de surveillance (le « **Conseil de Surveillance** »).
- Les fonctions de Président et de Directeur Général sont respectivement exercées par Monsieur Jean-Noël Drouin et Monsieur Patrick Lemaire, tous deux nommés pour une durée indéterminée et pourront être révoqués *ad nutum*. Il est précisé que Messieurs Drouin et Lemaire n'ont pas vocation à exercer durablement leurs fonctions dirigeantes au sein de DLPV Software et qu'il est d'ores et déjà envisagé une procédure de recrutement de nouveaux dirigeants devant être finalisée dans un délai de 12 à 24 mois.
- Le Conseil de surveillance est composé d'un nombre maximum de 8 membres, dont 3 membres nommés sur proposition de 21 Centrale Partners (chacun disposant de droits de vote double), 1 membre sur proposition de Monsieur Jean-Noël Drouin, 1 membre sur proposition de Monsieur Patrick Lemaire, 1 membre sur proposition d'Amundi et 1 membre sur proposition des Managers. Le président du Conseil de Surveillance a été nommé sur proposition de 21 Centrale Partners par le Conseil de Surveillance.
- Certaines décisions considérées comme importantes ne pourront pas être valablement prises par le Président ou le Directeur Général sans avoir obtenu au préalable l'accord du Conseil de Surveillance.

1.3.2.2 Règles applicables aux transferts des titres

Le Pacte d'Associés prévoit les principaux mécanismes de liquidité suivants, portant sur les titres de DLPV Software et les titres de 2A Software et intégrant notamment :

- une inaliénabilité temporaire des titres de DLPV Software et/ou de 2A Software détenus par les parties au Pacte d'Associés (sauf exceptions) pendant une durée de 3 ans à compter de la conclusion du Pacte d'Associés ;
- des droits usuels portant sur le transfert des titres de DLPV Software et/ou de 2A Software (droit de préemption, droit de cession conjointe et proportionnelle, droit de cession conjointe totale, obligation de sortie conjointe) ;
- un droit de retrait des Fondateurs : en cas de désaccord majeur, le ou les Fondateurs disposeront d'un droit de retrait total de leur participation dans DLPV Software leur permettant de céder l'intégralité de leurs titres. A cet égard, 21 Centrale Partners mettra en œuvre tout ce qui sera raisonnablement nécessaire afin de réaliser la sortie du ou des Fondateurs concernés,

étant précisé à toutes fins utiles que cet engagement ne constitue pas une promesse d'achat de la part de 21 Centrale Partners. En cas d'exercice du droit de retrait, le prix des titres du ou des Fondateurs sera calculé selon une formule qui est égale au multiple de l'EBITDA consolidé retenu pour le Prix de l'Offre, et qui tient compte de l'endettement financier net consolidé du groupe de reprise. L'application de cette formule aux agrégats actuels aboutit par transparence au Prix de l'Offre. Il est par ailleurs précisé que dans l'hypothèse où un processus de liquidité aurait été initié, conformément aux stipulations du Pacte d'Associés, préalablement à un processus de retrait, ou serait initié dans le cadre d'un processus de retrait, la valorisation retenue dans le cadre de l'exercice du droit de retrait sera celle fixée au terme du processus de liquidité.

1.3.3 Valorisation des titres de DLPV Software et de 2A Software en cas de sortie et répartition du Prix Total

Il est convenu entre les Investisseurs Financiers, les Fondateurs et les Managers que la répartition entre eux des produits ou de la contrepartie devant être versés ou remis par un acquéreur pour l'ensemble des titres de DLPV Software et, le cas échéant, de 2A Software, sera effectuée en application des principes suivants :

- les OCA et les ADP seront prioritaires pour la perception du prix offert par l'acquéreur pour l'ensemble des titres de la Société et, le cas échéant, de 2A Software (le « **Prix Total** »), par rapport à tous les autres titres ;
- le solde du Prix Total sera réparti entre les titulaires d'actions ordinaires et d'ADP P (tel que ce terme est défini ci-après), étant précisé que les titres de 2A Software seront valorisés par transparence (après prise en compte de la dette nette de 2A Software) sur le fondement de la valeur des titres de DLPV Software détenus par 2A Software ; les ADP P étant valorisées conformément aux droits statutaires dont elles bénéficient ;
- en cas de transfert complexe (transfert qui n'est pas une vente exclusivement rémunérée en numéraire), les principes visés ci-dessus seront appliqués avec l'équivalent en numéraire du prix offert ; et
- aucune clause des statuts de DLPV Software ou de 2A Software, ni du Pacte d'Associés, ne prévoit de prix de sortie garanti pour les ADP, les ADP P ou les actions ordinaires.

1.3.4 Investissement du management

Les parties au Protocole d'Investissement sont convenues de permettre aux Managers d'investir, par l'intermédiaire de sociétés holding spécialement constituées à cet effet, dans les sociétés de reprise DLPV Software et 2A Software. Cet investissement interviendra dans un délai de 45 jours suivant la clôture de l'Offre et, le cas échéant, du Retrait Obligatoire.

Dans ce cadre, les Managers DLSO (via une ou des sociétés holding de Managers DLSO) se sont engagés à (i) apporter en nature à DLPV Software, 39.567 actions DL Invest qu'ils détiennent, lesquelles seront valorisées sur la même base que les Titres DL Invest Complémentaires, en l'échange d'actions ordinaires émises par DLPV Software et (ii) d'apporter en nature à 2A Software et à DLPV Software les actions ordinaires de la Société qu'ils détiennent et qui ne seraient pas apportées à l'Offre (à savoir 6.138 actions DL Software), sur la base d'une valorisation identique à celle retenue dans le cadre de l'Offre, ajustée, le cas échéant, du Complément de Prix, en l'échange (x) d'actions de

préférence émises par 2A Software (les « **ADP P** ») et (y) d'actions ordinaires émises par DLPV Software.

Sous réserve des droits spécifiques attachés aux ADP P prévus dans les statuts, chaque ADP P comme toute action ordinaire de 2A Software donne droit à une part nette proportionnelle à la quotité du capital qu'elle représente dans les bénéfices, réserves ou dans l'actif net social lors de toute distribution, amortissement ou répartition au cours de la vie de 2A Software. Les ADP P n'auront pas de droit de vote. En cas de liquidation de 2A Software et une fois les porteurs d'actions ordinaires puis les porteurs d'ADP P désintéressés, les porteurs d'ADP P pourront recevoir une rétrocession d'une fraction de la plus-value réalisée par les Investisseurs Financiers dont le montant sera fonction de la performance financière de l'investissement réalisée par ces derniers.

Concomitamment à ces engagements d'apports, les Managers se sont aussi engagés, via leurs sociétés holding, à souscrire en numéraire à (i) 114.445 actions ordinaires émises par DLPV Software et (ii) 40.555 ADP P émises par 2A Software.

Par ailleurs, il est rappelé qu'une partie des Actions Gratuites émises par la Société et non visées par l'Offre sont détenues par les Managers. Dans ce cadre, les Managers se sont engagés à apporter en nature certaines de leurs Actions Gratuites à DLPV Software à compter du 2 janvier 2018, sur la base d'une valorisation au maximum égale à celle retenue dans le cadre de l'Offre (augmentée le cas échéant du Complément de Prix), en l'échange d'actions ordinaires émises par DLPV Software. DLPV Software s'est engagée à acquérir ou faire acquérir le solde des Actions Gratuites des Managers qui ne lui auront pas été apportées à un prix au maximum égal au Prix d'Offre, ajusté, le cas échéant, du Complément de Prix.

1.3.5 Engagements d'exclusivité, de non-concurrence, de non sollicitation et de non débauchage

Les Fondateurs sont tenus par un engagement de non concurrence d'une durée de 12 mois, rémunéré à hauteur de 70% de la rémunération fixe et variable perçue au cours des 12 derniers mois. Ils sont également tenus par un engagement de non-sollicitation d'une durée de 24 mois. Certains Managers seront tenus par le même type d'engagements à compter de la réalisation de leur investissement devant intervenir postérieurement à l'Offre.

ARTICLE 2 CARACTÉRISTIQUES DE L'OFFRE

2.1 TERMES DE L'OFFRE

En application des dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, Invest Securities, agissant pour le compte de l'Initiateur, a déposé auprès de l'AMF, le 2 juin 2017, le projet d'Offre sous la forme d'une offre publique d'achat simplifiée portant sur la totalité des Actions non encore détenues à ce jour, directement ou indirectement, par l'Initiateur. Invest Securities, agissant en qualité d'établissement présentateur de l'Offre, garantit, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

Dans le cadre de cette Offre, qui 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 à acquérir toutes les Actions visées par l'Offre à un Prix d'Offre de vingt-deux euros et six centimes (22,06€) par Action.

Ce Prix d'Offre sera définitif à compter de l'obtention de la déclaration de conformité relative à l'Offre émise par l'AMF.

L'Offre sera ouverte pendant une période de 10 jours de négociation, suivant un calendrier qui sera déterminé par l'AMF conformément à son règlement général.

En cas de retrait obligatoire, les Actions qui n'auraient pas été présentées à l'Offre seront transférées au profit de l'Initiateur moyennant une indemnisation de leur détenteur pour un montant par Action en numéraire identique au prix proposé dans le cadre de l'Offre, augmenté du Complément du Prix, le cas échéant.

2.2 TITRES VISES PAR L'OFFRE

A la date de la présente note d'information, l'Initiateur détient 4.106.194 actions de la Société, représentant 84,33% du capital social et des droits de vote de la Société. Les Managers DLSO qui agissent de concert avec l'Initiateur détiennent ensemble 11.228 actions de la Société (soit 0,23% du capital et des droits de vote) dont 5.090 actions qui seront apportées à l'Offre et 6.138 actions qui font l'objet d'engagements de non apport à l'Offre et qui seront apportés en nature indirectement à DLPV Software et 2A Software postérieurement à l'Offre.

A la date du présent document, le Concert détient 4.117.422 actions DL Software, représentant 84,56% du capital et des droits de vote de la Société sur la base d'un nombre total de 4.869.053 actions et droits de vote théoriques de la Société.

Conformément à l'article 231-6 du règlement général de l'AMF, l'Offre porte sur la totalité des actions DL Software en circulation non détenues par l'Initiateur, à l'exception :

- des 20.502 actions auto-détenues par la Société, le conseil d'administration de la Société ayant décidé de ne pas apporter lesdites actions à l'Offre ; et
- de 6.138 actions détenues par les Managers DLSO (sur un total de 11.228 actions détenues par eux, le solde étant apporté à l'Offre), qui font l'objet d'un engagement de non apport à l'Offre de la part de ces derniers, ces managers s'étant engagés à les apporter indirectement à DLPV Software et 2A Software à l'issue de l'Offre dans le cadre d'un apport en nature, sur la base du même prix que le Prix de l'Offre ;

soit, sur la base du capital social de la Société à la date du dépôt de l'Offre, un nombre total de 736.219 Actions DL Software visées par l'Offre.

Les Actions Gratuites, dont la période d'acquisition vient à expiration le 19 décembre 2017, laquelle n'aura donc pas expiré à la date de clôture de l'Offre, ne sont pas visées par l'Offre. En effet, sauf cas exceptionnels liés au décès ou à l'invalidité des bénéficiaires, les articles L. 225-197-1 et suivants du Code de commerce prévoient le principe de leur incessibilité pendant la période d'acquisition, celle-ci prenant fin le 19 décembre 2017. Il est précisé que dans l'hypothèse où certaines Actions Gratuites deviendraient cessibles par anticipation pour cause de décès ou d'invalidité du bénéficiaire, ces Actions Gratuites pourraient être apportées à l'Offre conformément aux dispositions des articles L. 225-197-1 et suivants du Code de commerce.

Les attributaires d'Actions Gratuites bénéficieront d'un engagement de liquidité (voir section 2.4 ci-après).

A la date de la présente note d'information, il n'existe à la connaissance de l'Initiateur, aucun autre titre de capital, ni aucun autre instrument financier ou droit pouvant donner accès immédiatement ou à terme au capital social ou aux droits de vote de la Société.

2.3 COMPLEMENTS DE PRIX EVENTUELS

Dans l'hypothèse où l'Initiateur serait tenu de payer un Complément de Prix (voir section 1.1.1 de la présente note d'information), l'Initiateur s'engage à verser le Complément de Prix par Action à chaque actionnaire de la Société ayant apporté ses Actions à l'Offre semi-centralisée.

Seuls les actionnaires qui auront apporté leurs Actions à l'Offre dans le cadre de la procédure de semi-centralisation selon les modalités décrites à la section 2.6 de la présente note d'information pourront se voir attribuer, le cas échéant, le Complément de Prix décrit à la Section 1.1.1 de la présente note d'information.

Les actionnaires n'ayant pas apporté leurs Actions à l'Offre (hors procédure de retrait obligatoire) ou ceux ayant apporté leurs Actions à l'Offre par cession sur le marché n'auront pas droit à l'éventuel Complément de Prix par Action.

Si un Complément de Prix est dû, l'Initiateur en informera les actionnaires ayant apporté leurs actions DL Software à la procédure semi-centralisée de l'Offre, et précisera la procédure de paiement du Complément de Prix, par le biais de la publication d'un avis financier qui devra intervenir dans les cinq (5) jours de négociation suivant les dates ci-après :

- s'agissant du Complément de Prix 1, suivant la date de publication de la déclaration de franchissement du seuil des 95% du capital et des droits de vote par l'Initiateur ; et/ou
- s'agissant du Complément de Prix 2, suivant la date de paiement dudit Complément de Prix 2 aux Fondateurs et Managers DLSO.

Euronext agira en tant qu'agent centralisateur pour la gestion et le paiement du Complément de Prix et Invest Securities procèdera, le cas échéant, au paiement du Complément de Prix pour le compte de l'Initiateur, dans les conditions décrites ci-après.

Invest Securities attribuera aux intermédiaires financiers, pour compte de leurs clients ayant apporté des actions à l'Offre dans le cadre de la procédure de semi-centralisation, des droits à Complément de Prix (le « **Droit à Complément de Prix** »). Les intermédiaires financiers créditeront le compte de leurs clients ayant apporté des Actions à l'Offre dans le cadre de la procédure de semi-centralisation, et ce, à raison d'un Droit à Complément de Prix par Action apportée dans le cadre de la procédure de semi-centralisation de l'Offre. Ces Droits à Complément de Prix par Action seront des droits de créance non cessibles et non admis aux négociations, transférables dans des cas limités (tels que succession ou donation).

Dans les dix (10) jours de négociation suivant la publication de l'avis financier de l'Initiateur mentionné ci-dessus, Invest Securities informera les intermédiaires, teneurs de compte des actionnaires ayant cédé des actions DL Software dans le cadre de la procédure de semi-centralisation de l'Offre, de la mise en paiement d'un Complément de Prix ainsi que de ses modalités. Invest Securities agissant pour le compte de l'Initiateur versera le Complément de Prix considéré aux intermédiaires teneurs de compte des titulaires des Droits à Complément de Prix au jour du paiement tel que prévu dans l'avis financier.

2.4 LIQUIDITE OFFERTE AUX ATTRIBUTAIRES D'ACTIONS GRATUITES

En cas de réalisation d'un retrait obligatoire ou en cas de radiation de la cote des actions DL Software, l'Initiateur et la Société proposeront aux bénéficiaires des Actions Gratuites un mécanisme de liquidité établi selon les conditions usuelles en la matière et permettant la préservation de leurs droits, par le biais de promesses d'achat et de vente exerçables en janvier 2018. Le prix d'acquisition des Actions

Gratuites qui sera offert aux attributaires des Actions Gratuites sera au maximum égal au Prix de l'Offre augmenté le cas échéant du Complément de Prix. S'agissant des Actions Gratuites attribuées à certains Managers parties au Protocole d'Investissement, il est convenu un apport en nature indirectement à DLPV Software d'une partie desdites actions en janvier 2018, sur la base d'une valorisation au maximum égale au Prix de l'Offre augmenté le cas échéant du Complément de Prix.

2.5 MODALITES DE L'OFFRE

Le projet d'Offre a été déposé auprès de l'AMF le 2 juin 2017. Un avis de dépôt a été publié par l'AMF sur son site Internet le même jour (www.amf-france.org). La présente note d'information est disponible sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de DL Software (www.dlsoftware.fr).

L'AMF publiera sur son site Internet (www.amf-france.org) une déclaration de conformité relative à l'Offre après s'être assurée de la conformité de l'Offre aux dispositions légales et réglementaires qui lui sont applicables. Cette déclaration de conformité emportera visa de la note d'information.

La note d'information ainsi visée par l'AMF ainsi que les autres informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur seront, conformément à l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, tenues gratuitement à la disposition du public au siège social de l'Initiateur et de l'établissement présentateur, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre. Ces documents seront également disponibles sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de DL Software (www.dlsoftware.fr).

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

2.6 PROCEDURE D'APPORT A L'OFFRE

L'Offre sera ouverte pendant une période de 10 jours de négociation.

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

La présente Offre et tous les contrats y afférents sont soumis au droit français. Tout différend ou litige, quel qu'en soit l'objet ou le fondement, se rattachant à la présente Offre sera porté devant les tribunaux compétents du ressort de la Cour d'appel de Paris.

Les Actions détenues sous la forme nominative devront être converties au porteur pour être apportées à l'Offre. En conséquence, les intermédiaires financiers teneurs de comptes devront, préalablement à la vente, effectuer la conversion au porteur des Actions apportées à l'Offre.

Invest Securities, agissant en qualité de membre de marché acheteur, se portera acquéreur, pour le compte de l'Initiateur, de toutes les Actions qui seront apportées à l'Offre.

Aucun frais de courtage ni aucune taxe afférente ne seront supportés par l'Initiateur dans le cadre de l'apport des actions à l'Offre.

Les actionnaires de DL Software qui souhaiteraient apporter leurs Actions à l'Offre devront remettre à leur intermédiaire financier un ordre de vente irrévocable en utilisant le modèle mis à leur disposition par cet intermédiaire, en précisant s'ils optent pour la cession de leurs actions :

- soit sur le marché, auquel cas le règlement sera effectué au fur et à mesure de l'exécution des ordres, au plus tard deux jours de négociation après chaque exécution, étant précisé que les frais de négociation resteront à la charge de l'actionnaire vendeur ; **l'attention des actionnaires de DL Software est attirée sur le fait que les actionnaires cédant leurs Actions sur le marché n'auront pas droit au Complément de Prix éventuel ;**
- soit dans le cadre de l'Offre semi-centralisée par Euronext Paris, auquel cas le règlement interviendra à l'issue de la période de semi-centralisation, soit le 13 juillet 2017 selon le calendrier indicatif, étant précisé que les frais de négociation resteront à la charge de l'actionnaire vendeur ; **l'attention des actionnaires de DL Software est attirée sur le fait que seuls les actionnaires qui auront apporté leurs Actions à l'Offre semi-centralisée auront droit, le cas échéant, au Complément de Prix.**

2.7 PUBLICATION DES RESULTATS DE L'OFFRE ET REGLEMENT-LIVRAISON DE L'OFFRE SEMI-CENTRALISEE

Le transfert de propriété des Actions apportées à l'Offre et l'ensemble des droits attachés interviendra à la date d'inscription en compte de l'Initiateur, conformément aux dispositions de l'article L. 211-17 du Code monétaire et financier.

Dans le cadre de la semi-centralisation, Euronext Paris centralisera l'ensemble des ordres présentés à l'Offre.

Euronext Paris indiquera dans un avis la date de règlement-livraison de l'Offre à la suite de la clôture de la période de semi-centralisation.

Il est rappelé en tant que de besoin que toute somme due dans le cadre de l'apport des actions à l'Offre semi-centralisée ne portera pas intérêt et sera payée à la date de règlement-livraison.

La contrepartie en numéraire qui devra être versée par l'Initiateur, conformément aux termes de l'Offre semi-centralisée, aux actionnaires de DL Software ayant apporté leurs Actions à l'Offre semi-centralisée sera transférée par Invest Securities, agissant en qualité de membre de marché acheteur, au prorata, à chacun des actionnaires de DL Software ayant apporté leurs Actions à l'Offre semi-centralisée.

2.8 CALENDRIER INDICATIF DE L'OFFRE

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF publiera un avis d'ouverture et un calendrier, et Euronext Paris publiera un avis annonçant les modalités et le calendrier de l'Offre. Un calendrier est proposé ci-dessous à titre indicatif :

2 juin 2017	Dépôt auprès de l'AMF du projet d'Offre et du projet de note d'information de l'Initiateur Mise à disposition du public et mise en ligne sur les sites Internet de l'AMF et de la Société du projet de note d'information de l'Initiateur
2 juin 2017	Dépôt du projet de note en réponse de la Société comprenant le rapport de l'expert indépendant Mise à disposition du public et mise en ligne sur les sites Internet de l'AMF et de la Société du projet de note en réponse de la Société

20 juin 2017	Déclaration de conformité de l'Offre par l'AMF emportant visa de la note d'information de l'Initiateur et de la note en réponse de la Société Mise à disposition du public et mise en ligne sur le site internet de l'AMF de la note d'information de l'Initiateur et de la note en réponse de la Société visées par l'AMF
21 juin 2017	Dépôt des documents relatifs aux caractéristiques, notamment juridiques, comptables et financières de l'Initiateur et de la Société
22 juin 2017	Mise à disposition du public et mise en ligne sur le site Internet de l'AMF des documents relatifs aux caractéristiques, notamment juridiques, comptables et financières de l'Initiateur et de la Société Publication par l'AMF de l'avis d'ouverture de l'Offre et du calendrier de l'Offre
23 juin 2017	Ouverture de l'Offre
6 juillet 2017	Clôture de l'Offre
11 juillet 2017	Publication de l'avis de résultat de l'Offre par l'AMF
13 juillet 2017	Règlement livraison de l'offre semi-centralisée
18 juillet 2017	Date de mise en œuvre du retrait obligatoire (si les conditions requises sont remplies)

2.9 COUTS ET MODALITES DE FINANCEMENT DE L'OFFRE

2.9.1 Frais liés à l'Offre

Le montant global des frais engagés par DLPV Software et l'Initiateur dans le cadre de l'Offre (incluant en particulier les honoraires et autres frais de conseils externes financiers, juridiques, et comptables et de tous autres experts et consultants ainsi que les frais de communication), en ce compris les frais liés à l'acquisition indirecte du contrôle de la Société, est estimé à environ 4,5 millions d'euros (hors taxes). Ils seront pris en charge par DLPV Software et financés sur les fonds propres de cette dernière.

2.9.2 Mode de financement de l'Offre

Dans l'hypothèse où (i) la totalité des actions visées par l'Offre seraient apportées à l'Offre et (ii) où la totalité des actions acquises par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre seraient apportées dans le cadre de la procédure de semi-centralisation, le montant total de la contrepartie en numéraire devant être payée par l'Initiateur aux actionnaires ayant apporté leurs actions à l'Offre (hors frais et commissions liés à l'opération), s'élèverait au total à environ 17 millions d'euros (en incluant le versement du Complément de Prix 1, de un (1) euro par action).

Le coût total de l'Offre (en ce compris le Complément de Prix 1 pour les actionnaires de la Société) est financé via la mise à disposition d'une avance en compte courant de DLPV Software à l'Initiateur d'un montant de 17 millions d'euros, rémunérée au taux annuel fixe de 7% et venant à échéance le 18 mai 2025.

2.10 RESTRICTIONS CONCERNANT L'OFFRE A L'ETRANGER

Actionnaires Etrangers

L'Offre n'a fait l'objet d'aucun enregistrement ni d'aucune approbation en dehors de la France et aucune démarche ne sera employée afin de l'enregistrer ou de la faire approuver à l'étranger. La présente note d'information et tout autre document relatif à l'Offre ne constituent pas une offre en vue de vendre, d'échanger ou d'acquérir des titres financiers ou une sollicitation en vue d'une telle offre dans un quelconque pays où ce type d'offre ou de sollicitation serait illégale ou à l'adresse de quelqu'un envers qui une telle offre ne pourrait être valablement faite.

Les actionnaires de la Société situés ailleurs qu'en France ne peuvent participer à l'Offre que dans la mesure où une telle participation est autorisée par le droit local auquel ils sont soumis et sans qu'aucune autre formalité ou publicité ne soit requise de la part de l'Initiateur. La participation à l'Offre ainsi que la distribution de la présente note d'information peuvent faire l'objet de restrictions légales applicable dans certaines juridictions hors de France.

L'Offre n'est pas faite à des personnes soumises à de telles restrictions, directement ou indirectement, et ne pourra d'aucune façon faire l'objet d'une acceptation depuis un pays dans lequel l'Offre fait l'objet de restrictions.

Les personnes venant à entrer en possession de la présente note d'information et de tout autre document relatif à l'Offre doivent se tenir informées des restrictions légales ou réglementaires applicables et les respecter. Le non-respect de ces restrictions est susceptible de constituer une violation des lois et règlements applicables en matière boursière dans certains Etats. L'Initiateur décline toute responsabilité en cas de violation par toute personne des restrictions légales ou réglementaires applicables.

Etats-Unis d'Amérique

La présente note d'information ne constitue pas une extension de l'Offre aux Etats-Unis et l'Offre n'est pas faite, directement ou indirectement, aux Etats-Unis, à des personnes ayant résidence aux Etats-Unis ou « *US persons* » (au sens du Règlement S pris en vertu de l'U.S. Securities Act de 1933 tel que modifié), par les moyens des services postaux ou par tout moyen de communication ou instrument de commerce (y compris, sans limitation, la transmission par télécopie, télex, téléphone ou courrier électronique) des Etats-Unis ou par l'intermédiaire des services d'une bourse de valeurs des Etats-Unis. En conséquence, aucun exemplaire ou copie de la présente note d'information, et aucun autre document relatif à la note d'information ou à l'Offre, ne pourra être envoyé par courrier, ni communiqué et diffusé par un intermédiaire ou toute autre personne aux Etats-Unis de quelque manière que ce soit. Aucun actionnaire de la Société ne pourra apporter ses actions à l'Offre s'il n'est pas en mesure de déclarer (i) qu'il n'est pas une « *US Person* », (ii) qu'il n'a pas reçu aux Etats-Unis de copie de la présente note d'information ou de tout autre document relatif à l'Offre, et qu'il n'a pas envoyé de tels documents aux Etats-Unis, (iii) qu'il n'a pas utilisé, directement ou indirectement, les services postaux, les moyens de télécommunications ou autres instruments de commerce ou les services d'une bourse de valeurs des Etats-Unis en relation avec l'Offre, (iv) qu'il n'était pas sur le territoire des Etats-Unis lorsqu'il a accepté les termes de l'Offre, ou transmis son ordre d'apport de titres, et (v) qu'il n'est ni agent ni mandataire agissant pour un mandant autre qu'un mandant lui ayant communiqué ses instructions en dehors des Etats-Unis. Les intermédiaires habilités ne pourront pas accepter les ordres d'apport de titres qui n'auront pas été effectués en conformité avec les dispositions ci-dessus à l'exception de toute autorisation ou instruction contraire de ou pour le compte de l'Initiateur, à la discrétion de ce dernier. Toute acceptation de l'Offre dont on pourrait supposer qu'elle résulterait d'une violation de ces restrictions serait réputée nulle.

La présente note d'information ne constitue ni une offre d'achat ou de vente ni une sollicitation d'un ordre d'achat ou de vente de valeurs mobilières aux Etats-Unis et n'a pas été soumis à la *Securities and Exchange Commission* des Etats-Unis.

Pour les besoins des deux paragraphes précédents, on entend par Etats-Unis, les Etats-Unis d'Amérique, leurs territoires et possessions, ou l'un quelconque de ces Etats et le District de Columbia.

2.11 REGIME FISCAL DE L'OFFRE

Les informations contenues ci-après ne constituent qu'un simple résumé, donné à titre d'information générale, du régime fiscal français qui est susceptible de s'appliquer aux actionnaires de la Société qui participeront à l'Offre, et ce en l'état actuel de la législation fiscale française.

Les règles dont il est fait mention ci-après sont susceptibles d'être affectées par d'éventuelles modifications législatives ou réglementaires (assorties le cas échéant d'un effet rétroactif), ou par un changement de leur interprétation par les tribunaux et/ou l'administration fiscale française.

En tout état de cause, ces informations n'ont pas vocation à constituer une analyse complète de l'ensemble des effets fiscaux ou dispositifs fiscaux de faveur (réductions ou crédits d'impôt, abattements, etc.) susceptibles de s'appliquer aux actionnaires de la Société qui participeront à l'Offre. Le descriptif ci-dessous est donné à titre d'information générale et les actionnaires de la Société sont invités, compte tenu des particularités éventuellement liées à leur statut fiscal, à consulter leur conseil fiscal habituel afin d'étudier avec lui leur situation particulière et vérifier que les dispositions résumées ci-après leurs sont effectivement applicables.

Les actionnaires personnes physiques ou morales non-résidentes fiscales de France doivent en outre se conformer à la législation fiscale en vigueur dans leur État de résidence, en tenant compte, le cas échéant, de l'application de la convention fiscale internationale conclue entre la France et cet État.

2.11.1 Personnes physiques résidentes fiscales de France agissant dans le cadre de la gestion de leur patrimoine privé et ne réalisant pas d'opérations de bourse dans des conditions analogues à celles qui caractérisent une activité exercée par une personne se livrant à titre professionnel à de telles opérations

Les dispositions suivantes résument les conséquences fiscales françaises susceptibles de s'appliquer aux personnes physiques résidentes fiscales de France ne réalisant pas d'opérations de bourse dans des conditions analogues à celles qui caractérisent une activité exercée par une personne se livrant à titre professionnel à ce type d'opérations. Les personnes physiques qui réaliseraient de telles opérations sont invitées à s'assurer, auprès de leur conseil fiscal habituel, du régime fiscal applicable à leur cas particulier.

2.11.1.1 Régime de droit commun

Impôt sur le revenu des personnes physique

Conformément aux dispositions des articles 150-0 A et suivants, 158 6 bis et 200 A-2 du code général des impôts (le « **CGI** »), les gains nets de cession d'actions DL Software réalisés par les personnes physiques susvisées dans le cadre de l'Offre sont, sauf exception, pris en compte pour la détermination de leur revenu net global et soumises au barème progressif de l'impôt sur le revenu après l'éventuelle application d'un abattement pour une durée de détention prévu à l'article 150-0 D du CGI. L'abattement pratiqué est égal à :

- 50% lorsque les actions sont détenues depuis au moins deux (2) ans et moins de huit (8) ans à la date de la cession dans le cadre de l'Offre ;
- 65% lorsque les actions sont détenues depuis au moins huit (8) ans à la date de la cession dans le cadre de l'Offre.

Toutefois, par dérogation au régime de droit commun, certains gains nets de cession sont réduits d'un abattement proportionnel renforcé dans les conditions prévues au 1 quater de l'article 150-0 D du CGI. En particulier, l'abattement renforcé s'applique lorsque les droits cédés sont des titres d'une petite ou moyenne entreprise au sens de l'annexe I du règlement (UE) n° 651/2014 de la Commission du 14 juin 2014 (« **PME communautaire** »), qui ont été souscrits ou acquis dans les dix ans de la création de ladite entreprise. Le cas échéant, l'abattement renforcé est égal à :

- 50% lorsque les actions sont détenues depuis au moins un (1) an et moins de quatre (4) ans à la date de la cession dans le cadre de l'Offre ;
- 65% lorsque les actions sont détenues depuis au moins quatre (4) ans et moins de huit (8) ans à la date de la cession dans le cadre de l'Offre ;
- 85% lorsque les actions sont détenues depuis au moins huit (8) ans à la date de la cession dans le cadre de l'Offre.

Pour l'application de cet abattement, la durée de détention est, sauf cas particuliers, décomptée à partir de la date de souscription ou d'acquisition des actions.

Conformément aux dispositions de l'article 150-0 D, 11 du CGI, les moins-values éventuellement subies lors de la cession des actions DL Software dans le cadre de l'Offre peuvent être imputées exclusivement sur les plus-values de même nature réalisées au cours de l'année de cession ou des dix (10) années suivantes. Les personnes disposant de moins-values nettes reportables ou réalisant une moins-value lors de la cession des actions de la Société dans le cadre de l'Offre sont invitées à se rapprocher de leur conseiller fiscal habituel pour étudier les conditions d'utilisation de ces moins-values.

Les gains nets de cession des actions DL Software sont également soumis, avant application de l'abattement pour durée de détention, aux prélèvements sociaux à un taux global de 15,5% qui se décompose comme suit :

- 8,2% au titre de la contribution sociale généralisée (la « **CSG** ») ;
- 0,5% au titre de la contribution pour le remboursement de la dette sociale (la « **CRDS** ») ;
- 4,5% au titre du prélèvement social ;
- 0,3% au titre de la contribution additionnelle au prélèvement social ;
- 2,0% au titre du prélèvement de solidarité.

Hormis la CSG, déductible à hauteur de 5,1% du revenu global imposable de l'année de son paiement, ces prélèvements sociaux ne sont pas déductibles du revenu imposable.

L'apport d'actions DL Software à l'Offre est susceptible d'avoir pour effet de mettre fin à un éventuel report ou sursis d'imposition dont auraient pu bénéficier les actionnaires dans le cadre d'opérations antérieures à raison de ces actions.

Enfin, l'article 223 sexies du CGI institue à la charge des contribuables passibles de l'impôt sur le revenu une contribution exceptionnelle sur les hauts revenus applicable lorsque le revenu fiscal de

référence du contribuable, tel qu'il est défini par l'article 1417, IV du CGI, en ce inclus les plus-values avant application de l'abattement pour durée de détention, excède certaines limites.

Cette contribution s'élève à :

- 3% pour la fraction du revenu fiscal de référence supérieure à 250.000 euros et inférieure ou égale à 500.000 euros pour les contribuables célibataires, veufs, séparés ou divorcés et pour la fraction supérieure à 500.000 euros et inférieure ou égale à 1.000.000 euros pour les contribuables soumis à imposition commune ;
- 4% pour la fraction du revenu fiscal de référence supérieure à 500.000 euros pour les contribuables célibataires, veufs, séparés ou divorcés et pour la fraction supérieure à 1.000.000 euros pour les contribuables soumis à imposition commune.

2.11.1.2 Actions DL Software détenues au sein d'un Plan d'Epargne en Actions (« PEA »)

Les actions DL Software constituent des actifs éligibles au PEA. Sous certaines conditions, le PEA ouvre droit :

- pendant la durée du PEA, à une exonération d'impôt sur le revenu et de prélèvements sociaux à raison des produits et des plus-values de cession générés par les placements effectués dans le cadre du plan, à condition notamment que ces produits et ces plus-values soient réinvestis dans le PEA ; et
- au moment de la clôture du PEA (si elle intervient plus de cinq (5) ans après la date d'ouverture du PEA, laquelle s'entend du premier versement) ou lors d'un retrait partiel (s'il intervient plus de huit (8) ans après la date d'ouverture du PEA), à une exonération d'impôt sur le revenu à raison du gain net réalisé depuis l'ouverture du plan. Ce gain net est soumis aux prélèvements sociaux, étant toutefois précisé que le taux effectif de ces prélèvements sociaux varie (à ce jour, entre 0% et 15,5%) selon la date à laquelle ce gain a été acquis ou constaté.

Les moins-values réalisées sur des actions DL Software détenues dans le cadre d'un PEA ne sont en principe imputables que sur des plus-values réalisées dans le cadre du PEA. Toutefois, (i) en cas de clôture anticipée du PEA avant l'expiration de la cinquième année ou (ii) sous certaines conditions, en cas de clôture du PEA après l'expiration de la cinquième année lorsque la valeur liquidative du plan (ou la valeur de rachat du contrat de capitalisation) est inférieure au montant des versements effectués sur le PEA depuis sa date d'ouverture, les moins-values éventuellement constatées à cette occasion sont imputables sur les plus-values de cession de valeurs mobilières visées à l'article 150-0 A du CGI et réalisées hors PEA au cours de la même année ou des dix (10) années suivantes.

2.11.2 Personnes morales résidentes fiscales de France soumises à l'impôt sur les sociétés au taux et dans les conditions de droit commun

2.11.2.1 Régime de droit commun

Les plus-values réalisées dans le cadre de l'Offre lors de la cession des actions DL Software, égales à la différence entre le prix offert et le prix de revient fiscal des actions DL Software apportées à l'Offre, sont en principe incluses dans le résultat de l'actionnaire soumis à l'impôt sur les sociétés au taux de droit commun de 33,1/3% (article 219 du CGI) augmenté, le cas échéant, de la contribution sociale de 3,3% assise sur le montant de l'impôt sur les sociétés, après application d'un abattement qui ne peut excéder 763.000 euros par période de douze (12) mois (article 235 ter ZC du CGI).

Certaines personnes morales sont susceptibles, dans les conditions prévues aux articles 219-I b et 235 ter ZC du CGI, de bénéficier d'une réduction du taux de l'impôt sur les sociétés à 15% dans la limite de 38.120 euros de bénéfice imposable par période de douze (12) mois et d'une exonération de la contribution sociale de 3,3%.

Les moins-values réalisées lors de la cession des actions DL Software dans le cadre de l'Offre viendront, en principe, en déduction des résultats imposables à l'impôt sur les sociétés de la personne morale.

Il est en outre précisé que l'apport des actions à l'Offre est susceptible d'avoir pour effet de mettre fin à un éventuel report ou sursis d'imposition dont auraient pu bénéficier les actionnaires personnes morales dans le cadre d'opérations antérieures à raison des actions apportées à l'Offre.

2.11.2.2 Régime spécial des plus-values à long terme

Conformément aux dispositions de l'article 219-I-a quinquies du CGI, les plus-values nettes à long terme afférentes à des titres de participation visés à cet article et qui ont été détenus pendant au moins deux (2) ans sont exonérées d'impôt sur les sociétés, sous réserve de la réintégration, dans les résultats imposables au taux de droit commun de l'impôt sur les sociétés, d'une quote-part de frais et charges égale à 12% du montant brut des plus-values réalisées.

Constituent des titres de participation pour l'application de l'article 219 I-a quinquies du CGI (a) les actions revêtant ce caractère sur le plan comptable; et, lorsque ces titres sont inscrits en comptabilité au compte titres de participation ou à une subdivision spéciale d'un autre compte du bilan correspondant à leur qualification comptable, (b) les actions acquises en exécution d'une offre publique d'achat ou d'échange par l'entreprise qui en est l'initiatrice, ainsi que (c) les titres ouvrant droit au régime fiscal des sociétés mères (tel que défini aux articles 145 et 216 du CGI) si la société mère détient au moins 5 % des droits de vote de la société émettrice.

Le régime spécial des plus-values à long terme n'est pas applicable aux titres de sociétés à prépondérance immobilière et aux titres de sociétés établies dans un État ou territoire non coopératif au sens de l'article 238-0 A du CGI (sauf, dans ce second cas, pour la société détentrice des titres à apporter la preuve que les opérations de la société établie hors de France dans laquelle est pris la participation correspondent à des opérations réelles qui n'ont ni pour objet ni pour effet de permettre, dans un but de fraude fiscale, la localisation de bénéfices dans un tel Etat ou territoire).

Les moins-values à long terme afférentes à des titres de participation ne peuvent être ni imputées sur les plus-values à long terme, ni reportées sur les exercices postérieurs.

2.11.3 Actionnaires non-résidents fiscaux de France

Sous réserve de l'application éventuelle d'une convention fiscale internationale, les plus-values de cession réalisées dans le cadre de l'Offre par les actionnaires qui ne sont pas fiscalement domiciliés en France au sens de l'article 4 B du CGI ou dont le siège social est situé hors de France sont en principe exonérées d'impôt en France, sous réserve, s'agissant des entreprises, que ces plus-values ne soient pas rattachables à un établissement stable ou à une base fixe d'affaires en France.

Par exception, et sous réserve de l'application d'une éventuelle convention fiscale internationale, les plus-values de cession réalisées par les actionnaires qui ne sont pas résidents fiscaux de France peuvent être imposables en France si le cédant a détenu, directement ou indirectement, seul ou avec son conjoint, leurs ascendants et descendants, une participation représentant plus de 25% des droits dans les bénéfices sociaux de la Société à un moment quelconque au cours des cinq (5) années précédant la cession (article 244 bis B et C du CGI).

Enfin, quel que soit le pourcentage de droits détenus dans les bénéfices de la Société, les plus-values de cession sont imposées au taux forfaitaire de 75% lorsque le cédant est une personne ou un organisme domicilié, établi ou constitué hors de France dans un État ou territoire non coopératif au sens de l'article 238-0 A du CGI.

Les actionnaires de la Société non-résidents fiscaux français sont invités à étudier leur situation fiscale particulière avec leur conseil fiscal habituel afin notamment de prendre en considération le régime d'imposition applicable dans leur pays de résidence fiscale.

2.11.4 Autres actionnaires

Les actionnaires de la Société participant à l'Offre et soumis à un régime d'imposition autre que ceux visés ci-dessus, notamment les contribuables dont les opérations portant sur des valeurs mobilières dépassent la simple gestion de portefeuille ou qui ont inscrit leurs titres à l'actif de leur bilan commercial, sont invités à étudier leur situation fiscale particulière avec leur conseil fiscal habituel.

2.12 REGIME FISCAL DU RETRAIT OBLIGATOIRE

En cas de mise en œuvre du retrait obligatoire tel que décrit à la section 1.2.5 de la présente note d'information, le traitement fiscal des personnes n'ayant pas apporté leurs Actions à l'Offre sera identique au régime fiscal de l'Offre décrit à la section 2.11 ci-dessus.

ARTICLE 3 ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX DE L'OFFRE

3.1 INFORMATIONS PRÉLIMINAIRES

la présente Offre est initiée par DL Invest, filiale de DLPV Software, à la suite de l'acquisition indirecte du contrôle de DL Software par DLPV Software le 18 mai 2017.

L'acquisition indirecte par DLPV Software du contrôle de DL Software (ci-après « **DL** ») a été réalisée sur la base d'un prix par transparence de 22,06 € par action DL, éventuellement complété de 1 € par action dans le cas où DL Invest franchirait à la hausse le seuil de 95% du capital et des droits de vote à l'issue de l'Offre.

21 Centrale Partners qui pilote cette opération, a été sélectionné à l'issue d'un processus mené par une banque d'affaires visant à mettre en compétition un certain nombre d'acteurs du Private Equity français. Le choix définitif de 21 Centrale Partners par les actionnaires fondateurs et majoritaires a été notamment guidé par le niveau de valorisation offert. C'est cette valorisation qui est proposée dans le cadre de l'Offre.

L'Offre porte sur la totalité des actions DL en circulation, à l'exception de celles détenues par l'Initiateur et de :

- 20 502 actions auto-détenues par la Société, le conseil d'administration de la Société ayant décidé de ne pas apporter lesdites actions à l'Offre ; et
- 6 138 actions détenues par certains managers agissant de concert avec l'Initiateur (sur un total de 11 228 actions détenues par eux, le solde étant apporté à l'Offre), qui font l'objet d'un engagement de non apport à l'Offre de la part de ces derniers ;

soit, sur la base du capital social de la Société à la date du dépôt de l'Offre, un nombre total de 736 219 actions DL visées par l'Offre.

3.2 DONNÉES FINANCIÈRES DE BASE

3.2.1 États financiers de référence

Les agrégats financiers utilisés pour apprécier les termes de l'Offre sont tirés des états financiers consolidés et audités de DL pour les exercices 2013, 2014, 2015 et 2016, ainsi que des rapports de gestion des exercices 2013, 2014 et 2015.

Par ailleurs, deux plans d'affaires nous ont été communiqués. L'un sur la période 2017-2021 est le plan d'affaires construit par le management de DL dans le cadre de l'opération de cession. Le second est le plan d'affaires sur la période 2017-2022 établi par 21 Centrale Partners, devenu le nouvel actionnaire de contrôle de DL à la suite du processus de vente.

3.2.2 Présentation des activités

Constitué en 2003, DL est un groupe d'éditeurs de logiciels métiers destinés aux petites et moyennes entreprises (« **PME** ») et aux membres de réseaux non intégrés, qui ne demandent pas de développement de logiciels propres à leur organisation.

DL propose des solutions informatiques globales de type ERP, conçues spécifiquement pour chaque métier adressé (négoce, laboratoires de biologie, opticiens, commerces de sports, etc.) intégrant directement l'ensemble des fonctionnalités nécessaires à l'activité de son client. Au travers de ses filiales, DL assure lui-même la commercialisation, l'intégration, la formation et la maintenance de ses

solutions. La société peut également fournir le matériel informatique associé et des solutions de financement.

La stratégie de DL vise à consolider par acquisition le secteur des éditeurs de logiciels verticaux pour PME, moins concurrentiel que celui des grands comptes. En effet, le groupe a été conçu comme une plateforme de « *buy & build* » lui permettant de se renforcer sur les verticaux adressés ou de se positionner sur de nouvelles niches de marché. Son approche repose sur 6 piliers :

- Réaliser des acquisitions de petits acteurs positionnés sur des niches, disposant ainsi de très fortes parts de marché ;
- Accélérer les dépenses de R&D afin d'accroître l'innovation et l'avance technologique face à ses concurrents ;
- Améliorer la satisfaction des clients (grâce à l'innovation produits) pour augmenter notamment le panier de solutions vendues ;
- Faire évoluer le modèle économique vers la location de solutions, plutôt que l'achat de licences associé à des contrats de maintenance. DL a pour volonté de renforcer le caractère récurrent de son chiffre d'affaires (« **CA** ») ;
- Optimiser la génération de flux de trésorerie disponibles (« **FCF** ») en s'appuyant sur le modèle économique propre aux éditeurs de logiciels, visant à consolider la structure financière du groupe ; et
- Passer chaque éditeur acquis d'un mode artisanal à un mode industriel, sachant qu'il n'existe que très peu de synergies entre les entités constituant le groupe.

Historiquement, le Groupe s'est développé en 3 phases :

- *Période 2004-2009*
Phase de croissance générée par une politique intense de croissance externe, avec 8 acquisitions. Le CA a atteint 39,1 M€ à fin 2009, soit un taux de croissance annuel moyen de +21,9% (vs. 14,5 M€ en 2004).
- *Période 2010-2013*
Phase de consolidation du groupe et d'accélération de la politique de R&D. DL a entrepris une phase de réorganisation marquée par une transformation du modèle économique, de la vente de licences vers la location. Cette transformation a eu un impact sur les ventes, avec une contraction du CA passé de 44,1 M€ en 2010 à 43,5 M€ en 2013, soit un taux de croissance annuel moyen négatif de 0,4%. En parallèle, la société a intensifié ses efforts de R&D dans le but de générer de la croissance organique.
- *Période 2014 - à ce jour*
DL redéploie son modèle au travers d'un mix croissance organique / croissance externe.

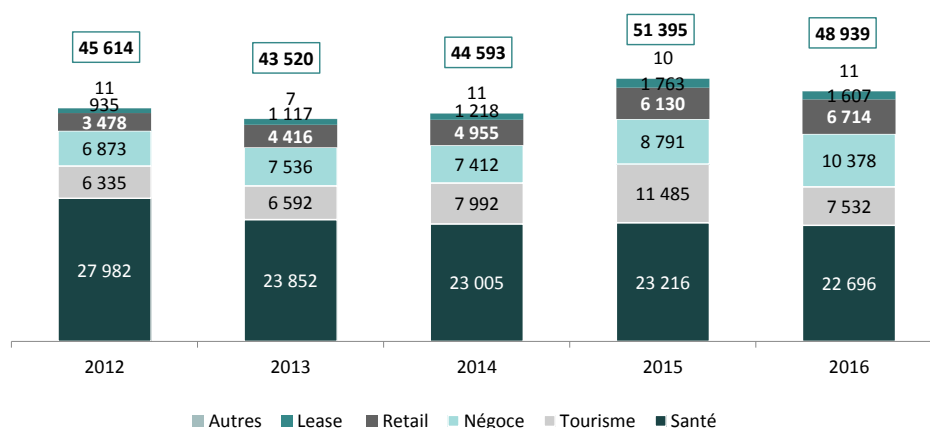
En 14 ans d'existence, DL a réalisé 13 acquisitions, notamment l'acquisition de Fastmag en mars 2017 et une cession, Thélis, en 2016.

Outre l'activité de leasing (3,3% du CA 2016) transversale au sein du groupe, DL couvre plus particulièrement 4 secteurs et y occupe des positions de premier plan :

- Pôle santé (46,4% CA 2016) : laboratoires d'analyses médicales, assurances des personnes et opticiens / dentistes / tiers-payant ;
- Pôle négoce (21,2% CA 2016) : négoce de matériaux et de boissons ;
- pôle tourisme (15,4% du CA 2016) : commercialisation d'offres touristiques ; et
- Pôle retail (13,7% du CA 2016) : commerces d'articles de sport.

DL apparaît comme étant un groupe diversifié avec une contribution assez stable de ses différentes composantes.

Historique de la répartition du chiffre d'affaires par verticale (en k€)



Source : Société

3.2.3 Historiques des résultats

DL publie ses comptes en normes françaises. En raison de l'acquisition de Fastmag en mars 2017, des états financiers 2016 combinés reprenant le périmètre « DL + Fastmag » ont été construits. Ils sont repris ci-dessous aux cotés des comptes DL 2013, 2014 et 2015 :

Compte d'exploitation sur la période 2013-2016

En k€	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015	DL Software 2016	Fastmag 2016	Combiné 2016
Vente de marchandises	6 988	6 349	8 067	6 856	4 374	11 230
Production vendue de services	36 531	38 245	43 329	42 083	758	42 841
Chiffre d'affaires	43 520	44 594	51 396	48 939	5 132	54 071
Reprise aux amortissements et provisions	582	154	802	634	38	672
Subventions d'exploitation	100	204	263	339	-	339
Transferts de charges	237	327	316	196	-	196
Autres produits	211	18	55	25	9	34
Produits d'exploitation	44 650	45 297	52 832	50 132	5 179	55 311
Achats de marchandises	5 147	4 687	6 069	5 059	492	5 551
Variation de stocks	(36)	(1)	90	124	(2)	122
Autres achats et charges externes	9 276	9 336	10 571	8 778	1 088	9 866
Impôts et taxes et assimilés	1260	1 229	1 297	1 276	73	1 349
Salaires et traitements	16 535	17 000	18 742	18 104	1 543	19 647
Charges sociales	7 119	7 198	7 954	7 620	-	7 620
Dotation aux amortissements	1 159	1 259	1 210	1 015	13	1 028
Dotations aux provisions sur actif circulant	152	268	520	552	-	552
Dotations aux provisions pour charges	157	228	674	408	-	408
Autres charges	156	153	276	288	-	288
Charges d'exploitation	40 926	41 357	47 404	43 224	3 207	46 431
Résultat d'exploitation	3 724	3 940	5 428	6 908	1 972	8 880
Produits financiers	632	348	208	213	na	na
Charges financières	533	351	232	154	na	na
Résultat financier	100	(3)	(24)	58	(74)	(16)
Résultat courant avant impôt	3 824	3 937	5 404	6 966	1 898	8 864
Produits exceptionnels	200	66	132	14 295	na	na
Reprises exceptionnelles sur provisions	152	234	365	232	na	na
Charges exceptionnelles	658	1 157	489	3 932	na	na
Dotations exceptionnelles aux amortissements et provisions	282	261	160	95	na	na
Résultat exceptionnel	(589)	(1 118)	(152)	10 501	(127)	10 374
Participation des salariés	93	122	196	351	-	351
Impôts sur les sociétés	864	668	1 490	2 373	432	2 805
Impôts différés	90	26	(39)	8	-	8
Amortissements et écarts d'acquisition	2 055	2 095	2 557	2 595	-	2 595
Résultat net	134	(92)	1 048	12 141	1 339	13 480

Source : Société

Comme évoqué précédemment, DL propose aux PME-ETI une offre 100% intégrée, fournissant à la fois la solution logicielle, les prestations de services pour réaliser l'intégration et le matériel nécessaire à son fonctionnement.

L'offre logicielle est commercialisée soit sous forme de vente de licences perpétuelles à laquelle sont liés des revenus de maintenance, soit sous forme de location d'une offre complète englobant licence + maintenance.

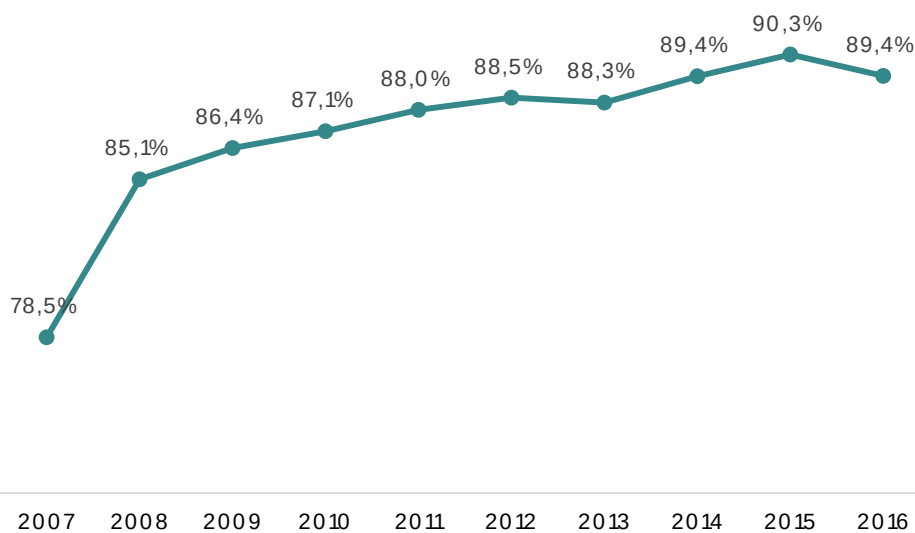
Initialement, DL commercialisait une offre essentiellement basée sur la vente de licences (revenu unique), associée à un contrat de maintenance d'un an renouvelable par tacite reconduction. La société a su faire évoluer son activité vers un modèle d'abonnements intégrant les droits d'utilisation mensuel du logiciel, la maintenance et éventuellement l'hébergement du serveur.

D'une part, sur le périmètre DL, le CA Location de licences atteint désormais 28,1% du CA 2016. Les revenus liés à la seule vente de licences ont continué de décroître pour représenter 3,4% du CA 2016. Ainsi, DL présente aujourd'hui une récurrence significative de son CA puisque le CA cumulé Location + Maintenance de licences représente 55,0% du CA 2016. D'autre part, sur le périmètre Fastmag, le CA Location représente 22,3% du CA 2016 et le CA cumulé Location + Maintenance de licences, 39%. En combiné, le CA Location se monte à 27,6% du CA. Le CA cumulé Location + Maintenance de licences est de 53% du CA.

Sur le périmètre DL, le taux de marge brute a progressé de 10,9 points en 9 ans, pour atteindre 89,4% en 2016. Cette tendance résulte de l'évolution du mix produit, sachant que la société réalise 100% de marge brute sur les ventes de licences, location + maintenance et prestations de services. En effet, les dépenses associées sont enregistrées parmi les coûts opérationnels. Sur le périmètre combiné, le niveau de marge brute s'élève à 89,5%, considérant un taux de marge brute de 90,4% chez Fastmag.

Par ailleurs, sur le périmètre DL, la vente de marchandises (serveurs, scanners) génère un taux de marge brute de 24,4% à fin 2016. Le poids déclinant de ce dernier segment explique également l'amélioration de la marge brute globale. D'un point de vue combiné, la vente de marchandises enregistre un taux de marge brute de 25,4%, compte tenu d'un taux de marge brute de 34,8% chez Fastmag.

Évolution historique du niveau de marge brute hors Fastmag (2007-2016)



Source : Société

Tous les pôles de DL ne sont pas homogènes en termes de rentabilité ou de profil de croissance, ainsi DL Santé montre un profil de risque important dans un secteur en concentration, avec un CA passant de 14,3 M€ en 2013 à 11 M€ en 2016 et un taux de marge d'EBITDA de 10,7% à 5,6%.

Le tableau suivant met en évidence, sur une base combinée « DL pro forma + Fastmag », les différences que connaissent les différents pôles en termes de croissance et de taux de marge opérationnelle.

Entités	Activité	CA 2013 (M€)	EBTDA 2013 (%)	CA 2016 (M€)	EBTDA 2016 (%)
DL Santé	Laboratoires	14,3	10,7%	11,0	5,6%
DL Négoces	Négoces	7,5	0,4%	7,6	9,1%
CM	Mutuelles	4,4	8,2%	6,6	20,9%
Ginko	Retail Sport	5,7	13,6%	7,8	18,7%
Juxta	Optique, dentistes, tiers-payant	3,8	18,0%	4,4	20,2%
Flag Systems	Tourisme	3,6	9,3%	4,7	10,3%
Sérig	Négoces boissons	2,9	38,2%	2,8	18,8%
DL Lease	Leasing	1,1	18,0%	1,5	14,1%
Fastmag	Retail	4,1	29,0%	4,6	43,0%
Total pro forma		47,6	12,8%	51,0	17,6%

Source : Société

3.2.4 Bilan économique

Bilan sur la période 2013-2016

En k€	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015	DL Software 2016	Fastmag 2016	Combiné 2016
Écart d'acquisition	17 516	17 026	19 357	16 425	3 815	28 211
Immobilisations incorporelles	1 099	940	958	785	11	796
Immobilisations corporelles	2 373	2 328	2 251	1 798	55	1 853
Immobilisations financières	452	542	622	695	528	1 223
Actif immobilisé	21 440	20 835	23 189	19 703	4 409	32 083
Besoin en Fonds de Roulement	(2 147)	(925)	(1 502)	(1 285)	308	(977)
Trésorerie active	15 780	15 614	13 160	21 426	2 805	24 231
Total actif économique	35 073	35 524	34 847	39 844	7 522	55 337
Capitaux propres	16 660	16 553	17 745	28 951	6 079	28 951
Provisions pour risques et charges	1 916	2 568	2 904	2 884	595	3 479
Dettes financières	16 497	16 402	14 198	8 009	848	8 857
Dettes vendeurs Fastmag anticipées						14 050
Total passif économique	35 073	35 524	34 847	39 844	7 522	55 337

Source : Société

L'actif économique ci-dessus comprend pour DL les exercices 2013 à 2016, l'exercice 2016 de Fastmag ainsi que la consolidation DL/Fastmag pour 2016 qui fait ressortir les points suivants :

- Écart d'acquisition de 28 211 k€ résultant de la politique intense de croissance externe, dont 7 971 k€ de Goodwill lié à l'acquisition de Fastmag ;
- Immobilisations incorporelles pour 796 k€, dont 785 k€ pour DL constitués de concessions / licences pour 268 k€ et 516 k€ de relations clientèles, et 11 k€ liés à Fastmag. Ni DL, ni Fastmag ne capitalisent leurs frais de recherche & développement ;
- Immobilisations corporelles pour 1 853 k€, dont 41 k€ de frais d'installations et d'agences et 14 k€ de matériel de bureau et d'informatique pour Fastmag et 1 798 k€ pour DL composés de 116 k€ de terrains / constructions, de 640 k€ de frais d'installations et d'agences, de 417 k€ de matériel de transport et 625 k€ de matériel de bureau et d'informatique ;
- Immobilisations financières pour 1 223 k€, dont 695 k€ issus de DL, notamment 16 k€ de participations et 679 k€ d'autres immobilisations financières, et 528 k€ de Fastmag incluant 404 k€ de frais d'acquisition pour les titres ACE ; et
- Besoin en Fonds de Roulement (« BFR ») structurellement négatif de 977 k€ ;
- Trésorerie de 24 231 k€ avant paiement de l'acquisition de Fastmag (14 050 k€).

Le passif économique comprend les éléments suivants :

- Capitaux propres - part du groupe pour 28 951 k€ ;
- Provisions pour risques et charges de 3 479 k€, dont 2 884 k€ chez DL, avec 2 495 k€ de provisions pour indemnités retraites, 207 k€ de provisions pour plan de rachat d'actions destinés aux salariés et 183 k€ de provisions pour risques, et 595 k€ chez Fastmag

correspondant à 204 k€ au titre de la prime de non exercice de l'emprunt obligataire et 391 k€ liés à l'amortissement dérogatoires des frais d'acquisition ; et

- Dette financière de 8 857 k€, comprenant 8 057 k€ de dettes bancaires, 800 k€ d'obligations convertibles ;
- Dette anticipée due aux vendeurs de Fastmag, 14 050 k€.

3.2.5 Analyse du plan d'affaires

DL n'a fait aucune communication au marché sur ses objectifs de performance opérationnelle à court ou moyen-terme. Nous avons néanmoins pris connaissance :

- du plan d'affaires construit par le Management et mis à disposition des investisseurs potentiels dans le cadre du processus de cession ;
- des projections issues des publications de l'analyste d'Invest Securities suivant la valeur DL ; et
- du plan d'affaires combiné « DL + Fastmag » construit par le nouvel actionnaire financier.

3.2.6 Éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres

Considérant le périmètre combiné « DL + Fastmag », les éléments d'ajustement retenus pour le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres sont basés sur les comptes consolidés respectifs des sociétés respectant les normes françaises, au 31 décembre 2016.

La dette nette ajustée de 6 726 k€ intègre :

- Une position de dette financière nette de (11 636) k€, impactée des produits constatés d'avance de 3 737 k€ ;
- Ajustement de BFR de 1 200 k€ ;
- Des provisions pour retraites nettes d'impôts de 1 726 k€ ;
- L'ensemble des autres provisions pour un montant cumulé de 402 k€ ;
- Les intérêts minoritaires pour leur valeur au bilan de 0,3 k€ ;
- Les titres de participations non consolidés pour leur valeur au bilan de 15,7 k€ ;
- Flux net relatif à l'acquisition de Fastmag de 14 050 k€ ; et
- Dividendes versés en 2017 au titre de l'exercice 2016 au profit des actionnaires de Fastmag pour 1 800 k€.
- Conversion des OBSAs enregistrée au bilan de Fastmag, soit 800 k€.

Calcul de la dette financière nette retraitée

En k€	31/12/2016
Dette financière	8 857
- Trésorerie et équivalents	24 231
+ Produits constatés d'avance	3 737
= Dette financière nette	(11 636)
BFR moyen 12 mois glissant (pro-forma)	(1 300)
BFR au 31 décembre 2016	(2 500)
+ Ajustement de BFR	1 200
= Dette financière nette ajustée	(10 436)
+ Provisions retraites nettes IS	1 726
+ Provisions pour risques et charges	402
+ Intérêts minoritaires	0,3
- Titres de participation non consolidés	15,7
+ Acquisition de Fastm ag	14 050
+ Dividendes Fastm ag versés au titre de l'exercice 2016	1 800
- Conversion des OBSA de Fastm ag	800
= Dette financière nette retraitée	6 726

Source : Invest Corporate Finance

3.2.7 Nombre d'actions retenu

Le nombre d'actions DL retenu pour le calcul de la valeur par titre est de 4 860 051. Ce nombre correspond au nombre total d'actions actuellement en circulation de 4 869 053, diminué des 20.502 actions auto-détenues à l'exception des 11.500 actions devant être attribuées à compter du 19 décembre 2017. Par ailleurs, il n'existe pas d'instrument dilutif donnant accès au capital de DL.

3.3 MÉTHODES ÉCARTÉES

3.3.1 Cours cible des analystes

DL ne fait l'objet de suivi que de la part d'un seul bureau d'analyse (Invest Securities). L'absence de consensus ne nous permet pas de retenir la méthode de valorisation par les objectifs de cours.

À titre d'information, nous présentons ci-dessous l'historique des recommandations et des objectifs de cours entre le 28 octobre 2014 et le 24 février 2017, date de la dernière publication par Invest Securities. L'objectif de cours d'Invest Securities a évolué de 8,20 € à 22,10 €.

Synthèse des objectifs de cours entre octobre 2014 et février 2017

				Prix de l'offre	22,06 €	23,06 €
Date	Recommandation	Objectif	Cours	Upside / Downside	Prime / Décote induite	Prime / Décote induite
28-oct-14	Achat	8,20 €	7,00 €	17,1%		
20-nov-14	Achat	8,20 €	7,00 €	17,1%		
27-mars-15	Achat	9,40 €	7,60 €	23,7%		
18-mai-15	Achat	10,50 €	8,80 €	19,3%		
16-oct-15	Achat	11,00 €	9,50 €	15,8%		
25-févr-16	Neutre	10,00 €	9,50 €	5,3%		
13-mai-16	Neutre	11,40 €	12,00 €	(5,0)%		
13-oct-16	Achat	15,50 €	13,00 €	19,2%		
16-déc-16	Achat	17,50 €	16,50 €	6,1%		
13-janv-17	Neutre	18,00 €	20,50 €	(12,2)%		
24-févr-17	Apporter	22,10 €	20,50 €	7,8%	(0,2)%	4,3%

Source : Invest Securities

3.3.2 Actualisation des dividendes

Cette méthode consiste à valoriser les fonds propres d'une société par l'actualisation, au coût des fonds propres de la société, de flux prévisionnels de dividendes versés à ses actionnaires. Cette méthodologie n'a pas été retenue car elle dépend essentiellement des décisions des dirigeants des sociétés en matière de taux de distribution.

Périmètre DL : Les taux de distribution de dividendes ne se montrent pas réguliers sur la période 2013 - 2015.

Synthèse des distributions de dividendes

en K€	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015
CA	43 520	44 594	51 396
Résultat net consolidé	134	(92)	1 048
Dividendes versés	743	754	1 071
Dividendes / Résultat net	552%	n.a.	102%
Dividendes / action (€)	0,16	0,16	0,22
<i>Nombre d'actions</i>	4 641 657	4 714 553	4 869 053

Source : Société

Aucun dividende ne sera distribué aux actionnaires en 2017, au titre de l'exercice 2016.

Périmètre Fastmag : Fastmag n'a pas versé de dividende à ses actionnaires, de 2012 à 2016. 1 800 k€ de dividendes ont été versés en 2017 aux précédents actionnaires de Fastmag, au titre de l'exercice 2016.

3.3.3 Actif net comptable

Cette approche, habituellement utilisée pour la valorisation de sociétés de portefeuille détenant des participations financières minoritaires, a été écartée dans la mesure où les actifs de DL sont essentiellement des actifs d'exploitation majoritairement contrôlés. À titre indicatif, l'actif net comptable ressort à 5,96 € par action à fin 2016.

3.3.4 Transactions comparables

3.3.4.1 Transactions comparables - Dernières opérations de build-up

Le tableau ci-dessous reprend un échantillon de build-ups réalisés par DL.

Date	Cible	Activité	% acquisition
mai-15	Sérij	Distributeur de boissons à destination des CHR	100 %
oct-14 / fév-15	Flag System es	Offres touristiques	100 %
juil-10	CM	Mutuelles Santé, courtiers, assureurs, assurances de personnes	100 %
janv-10	Juxta	Marchés de l'optique, du dentaire et du tiers-payant	100 %
mars-09	Amure	Logiciel d'assurance qualité pour les laboratoires	100 %
janv-09	Ginkoia	Commerce d'articles de sport	100 %

Source : Société

Nous écartons cette méthode en raison de la taille des cibles d'acquisition, qui les rendent difficilement comparables à DL. En effet, les CA 2015 de l'échantillon considéré varient de 2,4 M€ à 12,0 M€, avec une moyenne de 6,0 M€ et une médiane de 5,1 M€.

3.3.4.2 Transactions comparables - environnement de marché

Cette méthode des multiples de transactions comparables consiste à appliquer aux agrégats financiers de DL les multiples de valorisation observés sur un échantillon de transactions intervenues dans le même secteur d'activité.

La difficulté de cette méthode réside dans le choix des transactions retenues comme références de valorisation, alors que :

- La qualité et la fiabilité de l'information varient fortement d'une transaction à l'autre en fonction du statut des sociétés achetées (cotées, privées, filiales d'un groupe) et du niveau de confidentialité de la transaction ;
- Les sociétés acquises ne sont jamais parfaitement comparables à la société évaluée du fait de leur taille, de leur positionnement, de leur présence géographique, de leur rentabilité, de leurs perspectives de croissance ;
- L'intérêt stratégique d'une acquisition varie et le prix payé en conséquence peut inclure une prime de contrôle plus ou moins élevée.

Dans le cas de DL, ces difficultés se vérifient sur les 17 transactions identifiées depuis 2007, avec notamment des écarts de valorisation très importants, en terme de Valeur d'Entreprise (« VE ») rapportée à l'EBITDA (5,7x pour Pharmagist Interactive à 18,8x pour eFront SA).

Par ailleurs, les informations disponibles sont insuffisantes pour déterminer avec précision le traitement comptable de la R&D, qui est un enjeu majeur dans cette industrie. Ceci nous a conduit à ne pas retenir cette approche.

Date	Cible	Pays	Activité	Acquéreur	% Acquis	VE (M€)	VE/CA	VE/EBTDA	VE/EBT
3/10/16	Octime SA	FR	Editeur de logiciel	Edmond de Rothschild Investment Partners, S.A.S./Capzanine	n.d.	n.d.	2,50x	8,0x	n.d.
31/5/16	Enablon SA	FR	Editeur de logiciel	Wolters Kluwer Law & Business Group	100%	250,0	5,56x	8,1x	n.d.
18/4/16	Cegid Group SA	FR	Editeur de logiciel	SilverLake/AlaOne Capital	62%	620,0	2,13x	16,8x	16,5x
20/7/15	W4, société anonyme	FR	Editeur de logiciel	tesoft SA	94%	7,9	1,65x	n.d.	n.d.
25/5/15	Linedata Services SA	FR	Editeur de logiciel	Am anaat SAS	0%	203,1	1,24x	6,0x	6,4x
22/5/15	Linedata Services SA	FR	Editeur de logiciel	Am anaat SAS	7%	206,6	1,28x	5,9x	6,5x
1/1/15	CalvEDI	FR	Editeur de logiciel	Esker	100%	6,0	2,61x	n.d.	n.d.
31/12/14	eFront SA	FR	Editeur de logiciel	Bridgepoint Advisers Limited/European Private Equity Fund IV, L.P.	100%	300,0	4,11x	18,8x	n.d.
26/9/14	Visident SA	FR	Editeur de logiciel	Groupe Visident SAS	27%	8,0	1,06x	7,2x	30,6x
3/7/14	TEHMS SAS	FR	Editeur de logiciel	Horizontal Software SA	100%	1,6	2,00x	n.d.	n.d.
24/6/14	Cegedim SA, Information	FR	Editeur de logiciel	MS Health Holdings, Inc.	100%	385,0	0,91x	6,0x	n.d.
1/4/14	Systar	FR	Editeur de logiciel	Axway Software	61%	51,1	2,70x	14,8x	n.d.
30/1/14	Equitime SA	FR	Editeur de logiciel	Horizontal Software SA	100%	3,4	1,06x	10,6x	n.d.
4/7/12	Pharmagest Interactive SA	FR	Editeur de logiciel	Marque Verte Santé	7%	111,7	1,10x	5,7x	5,8x
12/4/10	Cegid Group SA	FR	Editeur de logiciel	CM ISA	5%	267,7	1,08x	10,9x	9,4x
28/10/09	Cegedim SA	FR	Editeur de logiciel	Bpifrance Participations SA	15%	1001,6	1,15x	5,9x	9,1x
22/11/07	Infoblog Solutions SAS	FR	Editeur de logiciel	Generik SA	100%	14,5	0,84x	n.d.	14,5x
Médiane après décote de 0%							1,28x	8,0x	9,2x
Moyenne après décote de 0%							1,94x	9,6x	12,3x

Sources : Presse spécialisée, Capital IQ

3.4 MÉTHODES RETENUES POUR L'APPRÉCIATION DU PRIX D'OFFRE

3.4.1 Approche par actualisation des flux de trésorerie disponibles

La méthode des Discounted Cash-Flows (« DCF ») consiste à déterminer la VE de la société par actualisation des FCF futurs qui ressortent de son plan d'affaires.

Pour notre exercice de valorisation, nous avons considéré l'approche combinée « DL + Fastmag » du nouvel actionnaire majoritaire, 21 Centrale Partner. Ce plan d'affaires couvre la période 2017-2022. Il s'appuie sur les travaux de conseils indépendants qui ont jugé de la pertinence et de la faisabilité du plan d'affaires proposé par le Management dans le cadre du processus de cession. Nous avons distingué DL et Fastmag afin de retenir des hypothèses jugées pertinentes pour chacune des deux sociétés, que nous avons consolidées dans un second temps.

Pour chacun des plans d'affaires, nous avons établi une période de transition sur 4 ans, soit jusqu'en 2026, afin de réduire le poids relatif de la valeur terminale déterminée.

Bien que le business model de DL Software tende à fonctionner comme une plateforme de consolidation, ce plan d'affaires n'intègre aucune opération de croissance externe, à l'exception de l'acquisition de Fastmag, réalisée en mars 2017.

Sur la période 2017-2022 :

Chiffre d'affaires (« CA »)

L'hypothèse de croissance du CA de Fastmag sur 2017-2020 reprend le taux de croissance historique de Fastmag sur les 5 dernières années. Finalement, le CA 2016 considéré de DL correspond au CA consolidé 2016, retraité de la contribution historique de la filiale, Thélis cédée sur ce même exercice.

Le CA consolidé présente une croissance de 4,8% en 2017, pour tendre vers 4% à fin 2022.

Les abonnements (SaaS) constituent le principal relais de croissance, tandis que les ventes de licences se réduisent. Cette structure de CA s'inscrit dans la continuité de l'évolution du modèle économique du groupe DL.

Le plan d'affaires prend en considération la performance opérationnelle de chacune des filiales, y compris celle de Fastmag. L'ensemble des filiales progressent, à l'exception de DL Lease et de DL Santé :

- Ginkoia : développement de modules complémentaires et accroissement du parc client ;
- CIM : succès commercial de la solution assurance de personnes et déploiement de nouvelles offres ;

- DL Négoces : déploiement des solutions Open Pro et Open Entreprises et installation de modules complémentaires sur le parc actuel ;
- Juxta : déploiement d'un important contrat et développement de nouvelles solutions ;
- Flag Systèmes : développement des solutions i-Resa et i-PMS ; et
- SERIG : installation de modules complémentaires.

Charges d'exploitation

Les principaux paramètres qui impactent les charges d'exploitation, sont :

- Les charges de personnel, principal poste de charge, représentent près de 50% du CA. Elles tiennent compte de l'évolution de la structure de l'effectif, des salaires associés variant selon les fonctions, ainsi que des augmentations annuelles de salaires.
- Les autres coûts de structure regroupent principalement les loyers, la sous-traitance, les honoraires, les frais de transport et diverses charges externes.
- Sur cette période, les dotations aux amortissements et provisions considérées concernent principalement les dotations aux provisions pour dépréciations de créances clients et les dotations aux amortissements pour dépréciation des immobilisations incorporelles et corporelles. Seules les dotations aux amortissements pour dépréciation des immobilisations corporelles et incorporelles sont retraitées dans le cadre du DCF.
- Le taux d'imposition théorique appliqué à DL Software se réfère à la loi de finances 2017, à savoir un taux d'imposition de 33,33% sur la totalité du résultat opérationnel en 2017, un taux d'imposition de 28% jusqu'à 500 000 € de résultat opérationnel et de 33,33% pour la fraction au-delà de ce seuil en 2018, puis 28% sur la totalité du résultat opérationnel à compter de 2019.

Besoins en fonds de Roulement (« BFR »)

Sur la période 2017-2022, la variation de BFR est corrélée à la progression du CA, à hauteur de 4,40% de la variation observée sur le périmètre historique et de 5,80% pour Fastmag.

CAPEX

Le niveau de CAPEX est relativement faible, les charges de recherche et développement n'étant pas capitalisées. Ils comprennent principalement la flotte de véhicule mise à la disposition des commerciaux et des fonctions supports, les équipements informatiques internes, tels que les infrastructures et logiciels.

Sur la **période 2023-2026**, 3 paramètres ont été extrapolés :

- La croissance du CA consolidé qui tend de façon linéaire de 3,9% à 2,5% ;
- La marge d'exploitation qui varie de façon linéaire de 18,0% à 16,3% sur la base de la performance observée chez les éditeurs de logiciels ; et
- Les CAPEX qui varient de manière linéaire sur le périmètre historique de DL Software de 1,6% à 1,3% du CA. Sur le périmètre de Fastmag, les dotations aux amortissements sont réputées égales aux montants des CAPEX.

Pour le **flux normatif**, 5 paramètres ont été définis :

- Un taux de croissance résiduel fixé à 2,0% ;
- Une stabilité de la marge d'EBITDA à hauteur de 14,0%, en ligne avec les niveaux historiques observés ;
- Des dotations aux amortissements réputées égales aux montants des CAPEX, soit 1,0% du CA consolidé ;
- Un maintien d'un taux d'IS normatif de 28,0% ; et
- Une variation de BFR qui correspond à 4,6% de la hausse du CA consolidé par rapport au dernier exercice.

Les hypothèses respectives figurent ci-dessous :

Hypothèses de construction des flux de trésorerie disponibles futurs par entité

<u>Périmètre DL</u>	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
CA	+4,5%	+2,4%	+4,3%	+3,4%	+3,7%	+3,8%	+3,8%	+3,4%	+2,9%	+2,5%
Marge d'EBITDA	15,8%	16,5%	17,7%	18,3%	18,5%	18,5%	18,5%	17,4%	16,3%	15,1%
D & A (% du CA)	2,9%	3,2%	3,1%	3,0%	3,1%	3,1%	3,1%	2,6%	2,1%	1,5%
Marge d'EBIT	12,9%	13,3%	14,6%	15,3%	15,4%	15,4%	15,4%	14,8%	14,2%	13,6%
Taux théorique d'IS	33,3%	32,9%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%
Variation BFR (en % de la variation du CA)	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%
CAPEX	2,6%	1,6%	2,0%	1,7%	1,7%	1,6%	1,6%	1,5%	1,3%	1,2%

<u>Périmètre Fastmag</u>	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
CA	+7,5%	+7,5%	+7,5%	+7,5%	+5,0%	+5,0%	+5,0%	+4,3%	+3,5%	+2,8%
Marge d'EBITDA	39,5%	39,5%	39,5%	39,5%	39,5%	39,5%	39,5%	38,7%	37,9%	37,0%
D & A (% du CA)	0,5%	1,0%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,4%	1,3%	1,1%
Marge d'EBIT	39,0%	38,5%	38,0%	38,0%	38,0%	38,0%	38,0%	37,3%	36,6%	35,9%
Taux théorique d'IS	33,3%	32,2%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%
Variation BFR (en % de la variation du CA)	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%
CAPEX	0,5%	1,0%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,4%	1,3%	1,1%

Sources : Société, Invest Corporate Finance

L'actualisation des FCF est effectuée au Coût Moyen Pondéré du Capital (« **CMPC** »), qui tient compte de la rémunération attendue par les investisseurs. Sur la base du périmètre combiné « DL + Fastmag », il comprend :

- Le taux sans risque retenu de 0,98%, étant le taux OAT 10 ans - moyenne 3 mois (source : Factset Estimates au 18 avril 2017) ;
- Un beta de 0,75 qui résulte du manque de liquidité du titre, en référence au taux de rotation du capital de 10,4% sur les 12 derniers mois ;
- La prime de risque de marché retenue de 5,97%, correspondant à la moyenne 3 mois (source : Factset Estimates au 18 avril 2017) ;
- Une prime de risque spécifique de 3,00% à la fois liée à la taille de DL, à son caractère de « collectionneur » de petits éditeurs de logiciels sans grandes synergies et qui tient compte du profil de risque de DL Santé qui pèse 24% du CA 2016 pro-forma ;
- Un coût pondéré de la dette de 2,05% avant impôt, résultant de la moyenne des 3 derniers exercices ;
- Un taux d'imposition de 28,00% déterminé en respect avec la loi de Finance 2017 ; et
- Un levier financier de 3,08%, qui équivaut à la moyenne des 3 derniers exercices.

Le CMPC ressort ainsi à 8,24%. Son détail est présenté ci-dessous :

Calcul du CMPC	
Taux sans risque	0,98%
Prime de risque du marché	5,97%
Beta	0,75
Prime de risque spécifique	3,00%
Coût du Capital	8,46%
Coût de la dette	2,05%
Taux d'imposition	28,00%
Coût pondéré de la dette	1,48%
Dette nette (%)	3,08%
Fonds propres (%)	96,92%
CMPC	8,24%

Sources : Factset Estimates, Invest Securities, Invest Corporate Finance

Après prise en compte d'une valeur terminale déterminée par un flux de trésorerie en croissance de 2,0% à long-terme et d'une marge d'EBITDA normative de 14,0%, la VE centrale de DL ressort à 100 541 k€, soit une valeur des capitaux propres de 93 815 k€ ou 19,30 € par action.

Les analyses de sensibilité exprimées en milliers d'euros détaillées dans le tableau ci-dessous ont été réalisées en fonction d'un changement de +/- 0,50% du taux d'actualisation et +/- 0,5% sur le taux de croissance à l'infini.

Sensibilité au taux d'actualisation

- Avec un taux de marge normatif de 14,0% :

Tableau de sensibilité (en k€)

		Taux de croissance à l'infini				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
C M P C	6,74%	116 903	122 706	129 733	138 416	149 419
	7,24%	108 018	112 658	118 184	124 875	133 144
	7,74%	100 427	104 192	108 612	113 875	120 248
	8,24%	93 864	96 955	100 541	104 752	109 766
	8,74%	88 129	90 694	93 640	97 057	101 069
	9,24%	83 073	85 221	87 666	90 473	93 730
	9,74%	78 580	80 393	82 441	84 772	87 448

Source : Invest Corporate Finance

Sur la base de ces analyses, la valeur par action de DL s'établit dans une fourchette de 17,28 € à 22,05 €.

Valeur d'entreprise (k€)	90 694	100 541	113 875
- Dette financière nette (k€)	6 726	6 726	6 726
Valeur des titres (k€)	83 968	93 815	107 149
Prix par action induit (€)	17,28	19,30	22,05

Source : Invest Corporate Finance

Sensibilité au taux d'EBITDA

- Avec un taux d'actualisation à 8,24%

Les analyses de sensibilité exprimées en milliers d'euros détaillées dans le tableau ci-dessous ont été réalisées en fonction d'un changement de +/- 0,25% du taux de marge normatif d'EBITDA et +/- 0,5% sur le taux de croissance à l'infini.

Tableau de sensibilité (en k€)

		Taux de croissance à l'infini				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
EBITDA	13,25%	91 532	94 438	97 810	101 768	106 482
	13,50%	92 310	95 277	98 720	102 763	107 576
	13,75%	93 087	96 116	99 631	103 757	108 671
	14,00%	93 864	96 955	100 541	104 752	109 766
	14,25%	94 641	97 794	101 452	105 746	110 861
	14,50%	95 418	98 632	102 362	106 741	111 955
	14,75%	96 195	99 471	103 272	107 736	113 050
		Source : Invest Corporate Finance				

Sur la base de ces analyses, la valeur par action de DL s'établit dans une fourchette de 18,39 € à 20,37 €.

Valeur d'entreprise (k€)	96 116	100 541	105 746
- Dette financière nette (k€)	6 726	6 726	6 726
Valeur des titres (k€)	89 390	93 815	99 020
Prix par action induit (€)	18,39	19,30	20,37

Source : Invest Corporate Finance

3.4.2 Approche par les comparables boursiers

Cette méthode consiste à évaluer la Société par analogie, en appliquant aux agrégats de DL, les multiples de valorisation de sociétés appartenant à son secteur d'activité. Cette méthode a été retenue compte tenu de l'existence d'un nombre suffisant de comparables, bien que certaines différences existent au niveau des modèles d'activité, des positionnements et de la taille.

L'échantillon retenu est composé de 9 sociétés, réparties en 2 sous-groupes : 5 éditeurs de logiciels horizontaux et 4 éditeurs de logiciels verticaux.

Éditeurs de logiciels horizontaux

- **Esker SA**, société française cotée sur Euronext Paris - Alternext. Éditeurs mondiaux de solutions de dématérialisation de documents en mode Cloud. Esker dématématise les processus de gestion afin d'en améliorer l'efficacité, la visibilité et d'en réduire le coût. Son activité est la suivante : trafic (63% du CA 2015), contrats de maintenance et mise à jour (16%), prestations de services (15%), vente de logiciels (5%), vente de cartes fax (2%). La société a publié un CA 2016 de 66 M€.
- **IGE+XAO Group**, société française cotée sur Euronext Paris – Compartiment C. Le groupe conçoit, produit, commercialise et assure la maintenance d'une gamme de logiciels de Conception Assistée par Ordinateur (« CAO »), de gestion du cycle de vie « Product Lifecycle Management » (« PLM ») et de simulation dédiée à l'électricité. IGE+XAO propose une offre complète pour la simulation fonctionnelle des installations électriques. IGE+XAO représente

390 personnes dans le monde réparties sur 32 sites et dans 21 pays ainsi que plus de 86 000 licences diffusées dans le monde. Le groupe offre 3 types de service / produits : maintenance (45% du CA 2016), logiciels et développements (38%), formation et autres services (17%). Le groupe a publié en 2016 un CA de 28,1 M€.

- **Sidetrade SA**, société française cotée sur Euronext Paris - Alternext. Leader européen des solutions en mode SaaS pour la gestion financière de la relation clients. La société est organisée en 2 divisions : activités et services STN (94% du CA 2015), conseil & audit (6%). La société a publié un CA 2016 de 18,1 M€.
- **Visiativ SA**, société française cotée sur Euronext Paris - Alternext. Éditeur et intégrateur de solutions logicielles innovantes, Visiativ accélère la transformation numérique des entreprises grâce à sa plateforme collaborative et sociale orientée « métier ». La société a réalisé un CA 2016 de 106 M€, réparti de la manière suivante : intégration (86%) et édition (24%).
- **Itesoft SA**, société française cotée sur Euronext Paris – Compartiment C. Référence européenne des solutions sécurisées pour la capture omnicanal, la dématérialisation et l'automatisation agile de processus clients et fournisseurs. La société propose l'offre suivante: maintenance (45% du CA 2015), prestations (38%), licences (17%), négoce matériel (0,1%). La société a publié un CA 2016 de 25,7 M€.

Éditeurs de logiciels verticaux

- **Pharmagest Interactive SA**, société française cotée sur Euronext Paris – Compartiment B. Leader français de l'informatique officinale (une part de marché de 43,5%), organisé en 4 divisions : solutions pharmacie Europe (76% du CA 2016), solutions pour les établissements sanitaires et médico-sociaux (8%), solutions e-santé (8%), fintech (8%). La société a publié un CA 2016 de 128,4 M€.
- **Linedata Services SA**, société française cotée sur Euronext Paris - Compartiment B. Éditeur de solutions globales dédiées aux professionnels de l'asset management, de l'assurance et du crédit. La société est structurée en 3 divisions : asset management (60% du CA 2016), lending & leasing (36%), autres activités (5%). La société a publié un CA 2016 de 166,8 M€.
- **Harvest SA**, société française cotée Euronext Paris - Alternext. Éditeur de logiciels spécialisé sur les métiers du conseil financier et patrimonial. Son CA est ventilé en 5 segments : maintenance (50,1% du CA 2016), SaaS (21,7%), licences (12,1%), prestations forfait (9%) et formation (7,1%). La société a publié un CA 2016 de 24,5 M€.
- **Medasys SA**, société française cotée sur Euronext Paris - Compartiment C. Éditeur majeur de solutions logicielles dans les domaines du dossier patient, de la production de soins, de la biologie et de l'imagerie médicale. La société a publié un CA 2015 de 20,9 M€.

Nous avons dû exclure de notre échantillon **Visiodent** et **Easyvista SA** en raison de l'absence de suivi dans la base de données Capital IQ. De même, ni **Generix**, ni **Cegedim**, sociétés en retournement, ni **Horizontal Software**, start-up, ne figurent pas parmi les comparables sélectionnés puisque les multiples extériorisés ne reflètent pas véritablement la valeur économique d'une entreprise mature comme DL évoluant dans ce même secteur.

Les principaux agrégats des sociétés de l'échantillon (capitalisation boursière, VE, croissance du chiffre d'affaires, marge d'EBITDA, marge d'EBIT et marge nette) sont détaillés ci-dessous :

Annexe 4 - Analyse des marges d'EBITDA, marge d'EBIT et marge nette, sont destinées à des usages internes.															
Société	Pays	Activité	CA 2016a	Croissance CA			Marge d'EBITDA			Marge d'EBIT			Marge nette		
				2017e	2018e	2019e	2017e	2018e	2019e	2017e	2018e	2019e	2017e	2018e	2019e
Groupe 1 - Éditeurs de logiciels horizontaux															
Esker SA	FR	Editeur de logiciel	72	+8,6%	n.d.	n.d.	22,8%	23,0%	n.d.	15,6%	15,7%	n.d.	11,2%	10,5%	n.d.
IE+XAO Group	FR	Editeur de logiciel	28	+3,1%	+3,6%	+4,8%	26,4%	26,9%	25,0%	26,8%	27,4%	27,9%	20,1%	20,6%	21,5%
Visiatic SA	FR	Editeur de logiciel	106	+16,4%	+8,1%	n.d.	7,6%	9,1%	n.d.	5,7%	6,8%	n.d.	4,5%	5,7%	n.d.
Sidetade SA	FR	Editeur de logiciel	18	+22,6%	+21,4%	n.d.	20,9%	24,0%	n.d.	15,7%	18,6%	n.d.	11,2%	13,2%	n.d.
Resoft SA	FR	Editeur de logiciel	26	+1,2%	n.d.	n.d.	12,3%	n.d.	n.d.	10,4%	n.d.	n.d.	6,9%	n.d.	n.d.
Groupe 2 - Éditeurs de logiciels verticaux															
Pharmagest Interactive SA	FR	Editeur de logiciel	128	+9,8%	+5,2%	n.d.	26,6%	26,6%	n.d.	24,1%	24,1%	n.d.	16,7%	16,8%	n.d.
Linedata Services SA	FR	Editeur de logiciel	167	+16,2%	+2,4%	n.d.	27,6%	28,0%	n.d.	21,4%	21,9%	n.d.	13,5%	13,9%	n.d.
Harvest S.A.	FR	Editeur de logiciel	25	+6,1%	+4,6%	n.d.	20,7%	22,3%	n.d.	19,5%	21,2%	n.d.	13,0%	14,3%	n.d.
Medasys S.A.	FR	Editeur de logiciel	23	+13,0%	+5,0%	n.d.	23,1%	22,7%	n.d.	5,0%	5,1%	n.d.	3,8%	3,7%	n.d.

Sources : Capital IQ, Sociétés

Dans le cadre de la présente évaluation, nous avons retenu les multiples calculés sur la VE rapportée à l'EBITDA le cas échéant retraité des frais de R&D activés, et, à titre illustratif, le PER. Ce retraitement de la R&D capitalisée était nécessaire car DL a pour politique de comptabiliser intégralement en charges les coûts de développement des logiciels.

Au regard des différentes pratiques en termes de comptabilisation de la R&D et de leur implication en termes d'amortissement et d'impact fiscal, les VE / EBITDA non retraité, ainsi que les VE / EBIT ne permettent pas de donner une image fidèle et comparable, tandis que d'un autre côté le ratio VE / CA ne reflète pas les écarts potentiels de rentabilité.

Une décote de liquidité de 25% a été appliquée aux composants de l'échantillon qui présentent une capitalisation boursière de près de 250 M€ ou plus : Esker, Pharmagest et Linedata Services.

Les ratios de valorisation sont déterminés sur la base des cours au 5 avril 2017. Les estimations de résultats de 2017, 2018 et 2019 des composants de l'échantillon sont issues du consensus Capital IQ.

Les multiples de l'échantillon de comparables sont les suivants :

Société	Pays	Capiboursière	Dettenette (MEUR)	VE (MEUR)	VE / EBITDA - R & D			PER		
					2017e	2018e	2019e	2017e	2018e	2019e
Groupe 1 - Éditeurs de logiciels horizontaux										
Esker SA	FR	245	(14)	232	10,4x	9,2x	n.d.	21,2x	20,2x	n.d.
IE+XAO Group	FR	126	0	126	16,4x	15,5x	15,9x	21,5x	20,3x	18,6x
Visiatic SA	FR	74	(3)	70	11,5x	8,2x	n.d.	13,2x	9,8x	n.d.
Sidetade SA	FR	61	(8)	53	12,3x	8,7x	n.d.	24,5x	17,1x	n.d.
Resoft SA	FR	25	3	28	8,8x	n.d.	n.d.	14,0x	n.d.	n.d.
Moyenne					11,9x	10,4x	15,9x	18,9x	16,8x	18,6x
Médiane					11,5x	9,0x	15,9x	21,2x	18,7x	18,6x
Groupe 2 - Éditeurs de logiciels verticaux										
Pharmagest Interactive SA	FR	520	0	520	11,1x	10,6x	n.d.	16,5x	15,7x	n.d.
Linedata Services SA	FR	337	40	377	5,8x	5,6x	n.d.	9,7x	9,2x	n.d.
Harvest SA	FR	77	(4)	73	13,5x	12,0x	n.d.	22,7x	19,8x	n.d.
Medasys SA	FR	16	7	24	8,4x	8,3x	n.d.	16,1x	16,1x	n.d.
Moyenne					9,7x	9,1x	n.d.	16,3x	15,2x	n.d.
Médiane					9,8x	9,4x	n.d.	16,3x	15,9x	n.d.
Moyenne globale					10,9x	9,8x	15,9x	17,7x	16,0x	18,6x
Médiane globale					11,1x	9,0x	15,9x	16,5x	16,6x	18,6x

Sources : Capital IQ, Société

Appliqués aux estimations de résultats de DL, les VE / EBITDA-R&D fait ressortir une valeur de 20,70 € à 21,09 € par action et le PER, à titre illustratif, une valeur de 19,07 € à 20,46 €.

Echantillon - Multiple d'EBITDA - R & D	10,9x	11,1x
EBITDA 2017e (k€)	9 840	9 840
Valeur d'entreprise (k€)	10 7 330	10 9 20 9
- Dette financière nette (k€)	6 726	6 726
Valeur des titres (k€)	10 0 60 4	10 2 48 3
Prix par action induit (€)	20,70	21,09

Source : Invest Corporate Finance

Echantillon - Multiple PER	16,5x	17,7x
Résultat net 2017e (k€)	5 605	5 605
Valeur des titres (k€)	92 664	99 439
Prix par action induit (€)	19,07	20,46

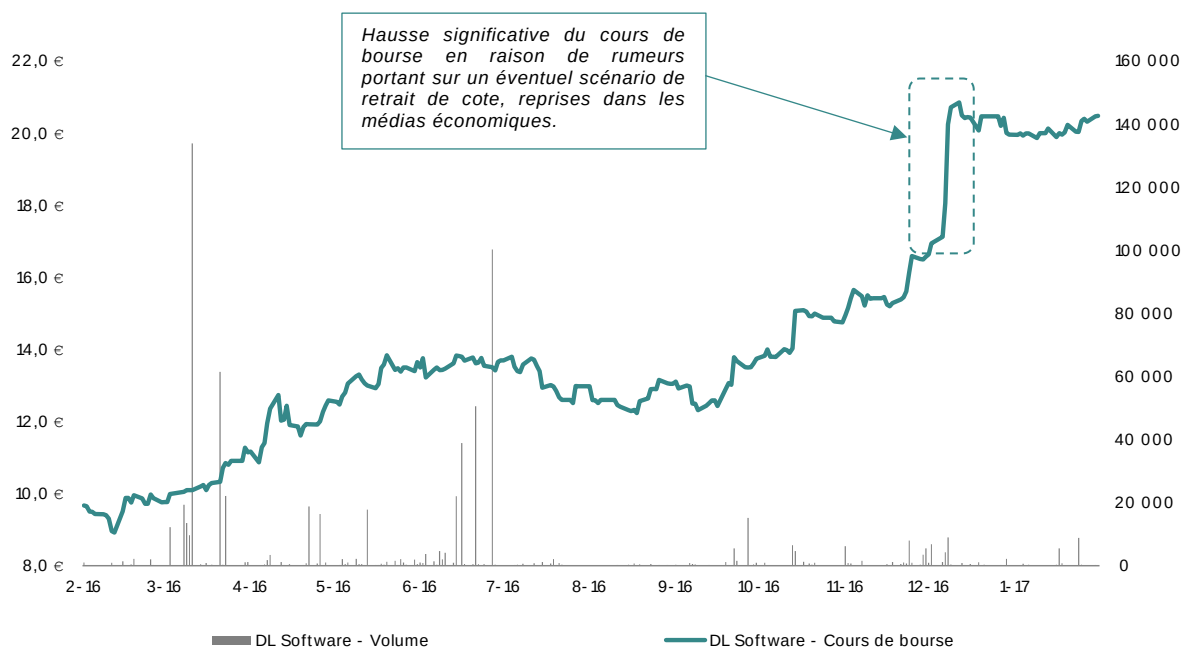
Source : Invest Corporate Finance

3.4.3 Approche par les cours boursiers

Les actions DL sont admises aux négociations sur Alternext, depuis le 27 avril 2007. L'analyse du cours de bourse a été réalisée du 22 février 2016 au 21 février 2017, soit une période de 12 mois.

Au cours des 12 derniers mois précédant le 21 février 2017, les volumes de titres se sont élevés à 736,1 k titres, avec un taux de rotation du capital ressortant à 12,1% sur 12 mois.

Historique du cours de DL sur les 12 derniers mois



Sources : Bloomberg, Euronext

Au 21 février 2017, l'action DL a clôturé à 20,48 €. Le cours moyen pondéré s'établit à 17,92 € sur 3 mois, 16,37 € sur 6 mois et 12,63 € sur 1 an. Le cours a atteint son plus haut sur les 12 derniers mois le 2 janvier 2017 à 20,85 € et son plus bas le 4 mars 2016 à 8,92 €.

En synthèse :

	Primes / (Décôtes) induites	22,06 €	23,06 €
Spot 21/02/2017 - Annonce de l'opération	20,48 €	+7,7%	+12,6%
CMP 20 jours	20,03 €	+10,2%	+15,1%
CMP 3 mois	17,92 €	+23,1%	+28,7%
CMP 6 mois	16,37 €	+34,8%	+40,9%
CMP 1 an	12,63 €	+74,7%	+82,6%
CMP 2 ans	10,50 €	+110,1%	+119,7%
Min - 1 an	8,92 €	+147,2%	+158,4%
Max - 1 an	20,85 €	+5,8%	+10,6%

Sources : Bloomberg, Euronext

3.4.4 Approche par les transactions récentes sur le capital

Cette méthode consiste à observer les transactions récentes sur le capital de DL. Il n'a pas été observé de transactions significatives récentes sur le capital de la société hormis celle, issue d'un processus concurrentiel de plusieurs mois, à l'origine de la présente Offre.

Il est rappelé que la présente Offre fait suite au transfert de la propriété de la quasi-totalité du capital des sociétés holding contrôlant le capital de DL Software, les sociétés Phoenix et DL Invest, à DLPV Software, moyennant un prix par transparence de 22,06 € par action DL Software.

Afin de procurer à la Société de nouveaux moyens financiers et préparer la transition managériale, les Fondateurs ont initié un processus de cession en mandatant Edmond de Rothschild le 25 juillet 2016. Fin décembre 2016, quatre compétiteurs dont 21 Centrale Partners ont présenté des offres indicatives au cours d'un premier tour d'enchères. Les candidats à l'acquisition ont ensuite présenté des offres améliorées jusqu'à la remise le 17 février 2017 par 21 Centrale Partners d'une offre ferme la mieux-disante conduisant à l'entrée des parties en négociations exclusives le 22 février 2017. À l'issue de ces négociations, les parties ont conclu leurs accords le 21 avril 2017 sur la base d'un prix de 22,06 € par action DL Software. Ce prix qui est identique à celui proposé dans l'Offre aux actionnaires minoritaires comporte un éventuel complément de prix de 1,00 € dans le cas où l'Initiateur franchit à la hausse le seuil de 95% du capital et des droits de vote ; il n'extériorise donc pas de prime mais fait bénéficier le public de la prime de contrôle.

3.4.5 Synthèse de l'appréciation de l'offre sur les actions DL Software

Le tableau ci-dessous récapitule les primes et décotes induites de l'approche sectorielle par rapport au prix de l'offre de 22,06 €, assorti d'un complément de prix de 1,00 € par titre au bénéfice de l'ensemble des actionnaires de DL ayant apporté leurs titres à l'OPAS dans le cas où le véhicule d'acquisition franchirait à la hausse le seuil de 95% du capital et des droits de vote à l'issue de l'OPAS.

Depuis l'annonce le 22 février 2017 de l'opération, de l'Offre, de son prix (22,06 €) et de son éventuel complément de prix (1,00 €), le cours de DL s'est apprécié mécaniquement par rapport à un cours spot de 20,48 € et un cours moyen pondéré sur 3 mois de 17,92 €.

Prix de l'offre		22,06 €	23,06 €
Valorisation de l'action		Prime / Décote	Prime / Décote
Actualisation des flux de trésorerie			
Scénario central	19,30 €	14,3%	19,5%
Comparables boursiers			
VE /EBITDA 2017	20,70 €	6,6%	11,4%
PER	19,07 €	15,7%	20,9%
Cours de bourse			
Spot 21/02/2017 - Annonce de l'opération	20,48 €	7,7%	12,6%
CMP 20 jours	20,03 €	10,2%	15,1%
CMP 3 mois	17,92 €	23,1%	28,7%
CMP 6 mois	16,37 €	34,8%	40,9%
CMP 1 an	12,63 €	74,7%	82,6%
CMP 2 ans	10,50 €	110,1%	119,7%
Min - 1 an	8,92 €	147,2%	158,4%
Max - 1 an	20,85 €	5,8%	10,6%
Référence de transaction			
Acquisition d'un bloc de 84,3% en mai 2017	22,06 € / 23,06 €	0,0%	0,0%

Source : Invest Corporate Finance

ARTICLE 4 PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE D'INFORMATION

4.1 POUR L'INITIATEUR

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

DL Invest

4.2 POUR L'ETABLISSEMENT PRESENTATEUR

« Conformément à l'article 231-18 du règlement général de l'AMF, Invest Securities, établissement présentateur de l'Offre, atteste qu'à sa connaissance, la présentation de l'Offre, qu'elle a examinée sur la base des informations communiquées par l'Initiateur, et les éléments d'appréciation du prix proposé, sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

Invest Securities