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

INITIÉE PAR LA SOCIÉTÉ **DL INVEST**

PRÉSENTÉE PAR

Invest Securities

NOTE EN RÉPONSE ÉTABLIE PAR DL SOFTWARE

AMF AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS

En application de l'article L. 621-8 du Code monétaire et financier et de l'article 231-26 de son règlement général, l'Autorité des marchés financiers (l' « **AMF** ») a apposé le visa n°17-284 en date du 20 juin 2017 sur la présente note en réponse. Cette note en réponse a été établie par la société DL Software et engage la responsabilité de ses signataires.

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

AVIS IMPORTANT

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

La présente note en réponse établie par DL Software est disponible sur le site internet de DL Software (www.dlsoftware.fr) et de l'AMF (www.amf-france.org). Des exemplaires du présent document sont également disponibles sans frais et sur simple demande auprès de : DL Software – 50, rue de Monceau - 75008 Paris.

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de DL Software seront déposées auprès de l'AMF et mises à disposition du public, au plus tard la veille de l'ouverture de l'offre publique. Un communiqué sera diffusé, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique afin d'informer le public des modalités de mise à disposition du présent document.

SOMMAIRE

1. RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES ET CONDITIONS DE L'OFFRE 3
1.1 Présentation de l'Offre 3
1.2 Contexte de l'Offre 5
1.3 Déroulement de l'Offre 7
1.4 Complément de prix 8
2. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE DL SOFTWARE 8
3. INFORMATION DES SALARIES DE DL SOFTWARE 10
4. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT 10
5. ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE 10
5.1 Contrats d'Acquisition 10
5.2 Protocole d'Investissement 10
5.3 Pacte d'actionnaires 13
5.3.1 Règles de gouvernance au niveau de DLPV Software 13
5.3.2 Règles applicables aux transferts des titres 13
5.4 Investissement du management 14
5.5 Engagements d'exclusivité, de non-concurrence, de non sollicitation et de non débauchage 15
5.6 Mécanisme de liquidité offert aux bénéfices des Actions Gratuites 15
6. ELEMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE 16
7. MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE 18
8. PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE 18

1. RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES ET CONDITIONS DE L'OFFRE

1.1 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 note en réponse, (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 en réponse, (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 en réponse, (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 en réponse, (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 société 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 société de Paris sous le numéro 803 812 593 (ci-après désignés collectivement, les « **Investisseurs Financiers** »). 2A Software est contrôlée par 21 Centrale Partners.

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

[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.*

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.

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 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.

A la connaissance de la Société, 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 en réponse a été établie par DL Software.

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.

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 a l'intention de demander à l'AMF, dès la publication par l'AMF de l'avis de résultat de l'Offre et au plus tard dans les trois mois suivant sa clôture, la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire visant les actions DL Software non présentées à l'Offre par les actionnaires minoritaires (à l'exception des actions auto-détenues par la Société), si elles ne représentent pas plus de 5% du capital ou des droits de vote de DL Software.

En cas de mise en œuvre d'un retrait obligatoire, les Actions qui n'auront pas été apportées à l'Offre (à l'exception des actions auto-détenues par la Société) seront transférées à 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 de Prix, le cas échéant (tel que ceci est décrit aux sections 1.3 et 1.4 ci-après).

1.2 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'Offre[2], 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 Délégué 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'Offre[3], 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 en réponse, 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 1.4 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 (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) 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 5.2 ci-après.

1.3 Déroulement de 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 s'est réservé 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.

Selon la note d'information de l'Initiateur, Invest Securities, agissant en qualité de membre de marché acheteur, se portera acquéreur, pour le compte de l'Initiateur, de tous les titres apportés 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 en principe le 18 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.**

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.

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 (www.amf-france.org) le même jour. La présente note en réponse est disponible sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de DL Software (www.dlsoftware.fr).

L'AMF a publié 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 en réponse.

1.4 Complément de prix

Dans l'hypothèse où l'Initiateur serait tenu de payer un Complément de Prix (voir section 1.2 de la présente note en réponse), 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 1.3 de la présente note en réponse pourront se voir attribuer, le cas échéant, le Complément de Prix décrit à la section 1.2 de la présente note en réponse.

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 du 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. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE DL SOFTWARE

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, les membres du conseil d'administration de DL Software se sont réunis le 1er juin 2017, sous la présidence de M. Jean-Noël Drouin, président du conseil d'administration de DL Software, à l'effet d'examiner le projet d'Offre et de rendre un avis motivé sur l'intérêt que présente l'Offre (telle que définie ci-après) pour la Société et ses actionnaires.

Les quatre membres du Conseil d'administration (Messieurs Jean-Noël Drouin, Patrick Lemaire, Claude Breuil et Stéphane Delplancq) ont assisté à cette séance.

Il a été rappelé aux membres du conseil d'administration que DL Invest a proposé de manière irrévocable aux actionnaires de la Société d'acquérir la totalité de leurs actions DL Software au prix unitaire 22,06 euros.

Le conseil d'administration a pris connaissance des éléments suivants :

- Le projet de note d'information établi par l'Initiateur qui contient notamment les caractéristiques de l'Offre, les intentions de l'Initiateur et les éléments de l'appréciation de l'Offre établis par Invest Securities, banque présentatrice ;
- Le rapport établi par le cabinet BM&A Advisory & Support, représenté par M. Pierre Béal et le professeur Philippe Raimbourg, agissant en qualité d'expert indépendant, conformément aux articles 261-1 I et II du règlement général de l'AMF ;
- Le projet de note d'information en réponse de la Société, conformément à l'article 231-19 du règlement général de l'AMF ;

Il est également rappelé que 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. Ainsi, parmi les quatre membres du Conseil d'administration, deux d'entre eux ont participé aux opérations décrites ci-avant.

Le Conseil d'Administration a, par la suite, constaté que :
- Compte tenu de la structure actuelle de son actionnariat et de l'activité de la Société, un maintien de la cotation des actions de la Société aux négociations sur le marché Alternext Paris ne correspond plus au modèle économique et financier de la Société ;
- l'Initiateur souhaite renforcer sa participation au capital de la Société afin de lui permettre de poursuivre sa stratégie sous la conduite de son équipe actuelle de management, et le succès de l'Offre ne devrait par conséquent pas avoir d'incidence particulière sur la politique poursuivie par la Société, notamment en matière d'emploi ;
- l'Offre sera suivie d'un retrait obligatoire, si les conditions requises se trouvent remplies ;
- l'Offre représente une opportunité de liquidité immédiate pour l'ensemble des actionnaires de la Société qui apporteront leurs titres à l'Offre sur l'intégralité de leur participation.

Le cabinet BM&A Advisory & Support, représenté par Monsieur Pierre Béal et le professeur Philippe Raimbourg, mandaté le 20 mars 2017 par M. Jean-Noël Drouin, président-directeur général de la Société, en qualité d'expert indépendant chargé d'apprécier le caractère équitable du prix proposé pour les actions DL Software dans le cadre de la présente Offre, et de celui proposé en cas de retrait obligatoire intervenant dans un délai de trois mois suivant la clôture de l'Offre (l' « **Expert Indépendant** »), a remis son rapport.

La conclusion du rapport de l'Expert Indépendant est la suivante : « *notre opinion est que les prix de 22,06 € proposé dans le cadre d'une offre d'achat simplifiée, et de 23,06 € dans l'hypothèse de la mise en œuvre d'un retrait obligatoire, portant sur les actions DL Software, sont équitables, d'un point de vue financier, pour les actionnaires de la Société*. »

Le Conseil d'Administration, connaissance prise (i) des termes de l'Offre, (ii) des motifs et des intentions de l'Initiateur, (iii) des éléments de valorisation indiqués dans le rapport de l'Expert Indépendant et dans le rapport de valorisation d'Invest Securities, et du fait que ce rapport conclut au caractère équitable des termes de l'Offre, y compris dans la perspective d'un éventuel retrait obligatoire, et après en avoir délibéré, considère à l'unanimité que l'Offre est réalisée dans l'intérêt de la Société, de ses actionnaires, et de ses salariés et qu'elle constitue une opportunité de cession satisfaisante pour les actionnaires souhaitant bénéficier d'une liquidité immédiate et intégrale.

En conséquence, le Conseil d'administration approuve à l'unanimité le projet d'Offre et de retrait obligatoire tels qu'ils lui ont été présentés dans les termes du projet de note d'information établi par l'Initiateur et dans le projet de note en réponse, et décide en conséquence d'émettre un avis favorable à l'Offre et de recommander à l'unanimité aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'Offre.

Par ailleurs, le Conseil décide de ne pas apporter à l'Offre les 20.502 actions auto-détenues par la Société.

3. INFORMATION DES SALARIES DE DL SOFTWARE

Dans le cadre de l'acquisition indirecte du contrôle de la Société par la société de reprise DLPV Software le 18 mai 2017 décrite à la section 1.1 de la présente note en réponse, les instances représentatives du personnel des filiales de DL Software employant des salariés ont été informées et consultés, conformément à l'article L.2323-33 al.1 du Code du travail :

- Le 2 mars 2017, la délégation unique du personnel de la société Ginkoia a été informée ;
- Le 3 mars 2017, la délégation unique du personnel de la société Juxta a été informée ;
- Le 6 mars 2017, le comité d'entreprise de la société DL Négoce a rendu un avis positif sur l'opération ;
- Le 20 mars 2017, le comité d'entreprise de la société CIM a rendu un avis positif sur l'opération ;
- Le 23 mars 2017, le comité d'entreprise de la société DL Santé a rendu un avis positif sur l'opération.

Conformément à l'article L. 2323-45 du Code du travail, la procédure particulière d'information consultation en cas d'offre publique d'acquisition n'est pas applicable dans le cadre d'une offre publique d'acquisition simplifiée.

Cependant, en application de l'article L. 2323-43 du Code du travail, les salariés de la Société se sont vus remettre les documents liés à l'Offre dans un délai de 3 jours suivant le dépôt de l'Offre.

4. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

Le Conseil d'administration de la Société a désigné le cabinet BM&A Advisory & Support, représenté par Monsieur Pierre Béal et le professeur Philippe Raimbourg, en qualité d'expert indépendant, sur le fondement des articles 261–1 I (1°et 2°) et 261-1 II du Règlement général de l'AMF. Le rapport de BM&A Advisory & Support est reproduit en Annexe 1 de la présente note en réponse.

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

5.1 Contrats d'Acquisition

Aux termes des Contrats d'Acquisition, l'Initiateur s'est engagé à verser aux Fondateurs, aux Managers et aux actionnaires minoritaires de la Société, le Complément de Prix 1 ou le Complément de Prix 2, tel que décrit aux sections 1.2 et 1.4 de la présente note en réponse.

5.2 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 5.4 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 5.3 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 évènements 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 préciputaire de 8% de leur valeur de souscription (nominal plus prime d'émission ou d'apport) calculé par exercice de 12 mois. Ce dividende préciputaire 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 préciputaire.

5.3 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.

5.3.1 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.

5.3.2 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.

5.3.3 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.

5.4 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 (augmenté 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.

5.5 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 devenant intervenir postérieurement à l'Offre.

5.6 Mécanisme de liquidité offert aux bénéfices des 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.

6. ELEMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

6.1. Structure du capital de la Société

Au 2 juin 2017, le capital social de la Société s'élève à 389.524,24 euros divisé en 4.869.053 actions ordinaires. Le nombre de droits de vote s'établit à 4.869.053 (dont 20.502 actions auto-détenues privées de droits de vote).

En conséquence de l'acquisition d'un bloc de contrôle, l'Initiateur détient, directement ou indirectement, à la date de la présente note en réponse, 4.106.194 actions DL Software, représentant 84,33% du capital social et des droits de vote théoriques de la Société, tel que décrit dans le tableau ci-dessous :

Actionnaires	Nombre d'actions	En % du capital	Nombre de droits de vote	En % de droits de vote (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.

6.2. Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et au transfert d'actions ou clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L.233-11 du Code de commerce

Les statuts de la Société ne contiennent aucune restriction aux transferts d'actions DL Software.

Aucune convention n'a été portée à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce.

6.3. Participations directes et indirectes dans le capital de la Société dont elle a connaissance en vertu des articles L.233-7 et L.233-12 du Code de commerce

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.

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

Néant.

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

La Société n'a pas mis en place de système d'actionnariat du personnel dans lequel les droits de contrôle ne sont pas exercés par le personnel.

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

La Société n'a connaissance d'aucun accord entre actionnaires en vigueur à ce jour pouvant entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote de la Société, à l'exception de l'engagement de non apport à l'Offre des Managers DLSO (décrit à la section 1.1 de la présente note en réponse) et du pacte d'actionnaires (décrit à la section 5.3 de la présente note en réponse).

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

6.7.1. Règles applicables à la nomination et au remplacement des administrateurs

Aucune clause statutaire ne prévoit de dispositions différentes de celles prévues par la loi en matière de nomination et de remplacement des membres du conseil d'administration.

6.7.2. Règles applicables aux modifications des statuts

L'article 17 des statuts prévoit que « *l'assemblée générale peut seule modifier les statuts, sous réserve des éventuelles délégations consenties à cet effet, en application de la loi et des statuts* ».

6.8. Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres

En dehors des pouvoirs généraux prévus par la loi et les statuts, le conseil d'administration de la Société dispose des délégations suivantes :

Autorisations en vigueur				
Nature de l'autorisation	Date de l'AG	Durée (date d'expiration)	Montant maximum autorisé	Utilisation au 2 juin 2017
Emission d'actions ou de valeurs donnant accès au capital avec D.P.S.	18 mai 2017 (résolution n°9)	26 mois (18 juillet 2019)	Augmentation de capital : 40.000€ Emission de créances : 5 M€	Néant
Emission d'actions ou de valeurs mobilières donnant accès au capital par placement privé (suppression du D.P.S)	18 mai 2017 (résolution n°8)	18 mois (18 novembre 2018)	20% du capital social	Néant

Emission d'actions ou de valeurs mobilières donnant accès au capital réservée aux salariés adhérents d'un PEE	18 mai 2017 (résolution n°10)	120 mois (18 mai 2023)	3% du capital social	Néant
Autorisation de rachat d'actions	18 mai 2017 (résolution n°6)	18 mois (18 novembre 2018)	10% du nombre du nombre d'actions formant le capital social	Néant
Annulation d'actions dans le cadre de l'autorisation de rachats d'actions	18 mai 2017 (résolution n°7)	18 mois (18 novembre 2018)	10% du nombre du nombre d'actions formant le capital social	Néant

6.9. Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société, sauf si cette divulgation, hors les cas d'obligation légale de divulgation, porterait gravement atteinte à ses intérêts

A la connaissance de la Société, l'Offre n'entraîne pas de modifications d'accords conclus par DL Software pouvant porter significativement atteinte aux intérêts de la Société.

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

A la connaissance de la Société, il n'existe pas d'accords au sein de la Société prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil d'administration ou les salariés, s'ils démissionnaient ou étaient licenciés sans cause réelle et sérieuse, ou si leur emploi prenait fin en raison d'une offre publique.

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

Les autres informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société seront, conformément à l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, tenues gratuitement à la disposition du public au siège social de la Société, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre. Elles seront également disponibles sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de DL Software (www.dlsoftware.fr).

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

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

Monsieur Jean-Noël DROUIN
Président-directeur général de DL Software

Annexe 1
Rapport de l'Expert Indépendant

BM&A

DL SOFTWARE

SOCIETE ANONYME
AU CAPITAL SOCIAL DE 389 524,24€
50, RUE DE MONCEAU
75 008 PARIS

.....

ATTESTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT

DANS LE CADRE DU PROJET

D'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE

VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIETE

DL SOFTWARE

.....

MAI 2017

SOMMAIRE

1. CONTEXTE DE L'OPERATION 3

2. PRESENTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT 6
   - 2.1 Missions d'expertise indépendante réalisées au cours des 24 derniers mois 6
   - 2.2 Déclaration d'indépendance 6
   - 2.3 Rémunération de l'expert 7
   - 2.4 Diligences effectuées par l'expert 7

3. PRESENTATION DE DL SOFTWARE 10
   - 3.1 Activité et modèle économique 10
   - 3.2 Rentabilité, levier et solvabilité : analyse des historiques de comptes publiés 14
     - 3.2.1 RENTABILITE D'EXPLOITATION 14
     - 3.2.2 LEVIER FINANCIER ET SOLVABILITE 19
     - 3.2.3 SOURCES DE FINANCEMENT ET EMPLOIS 20
   - 3.3 – Analyse du plan d'affaires 22

4. TRAVAUX D'EVALUATION 24
   - 4.1 Données financières servant de base aux méthodes d'évaluation 24
     - 4.1.1 NOMBRE DE TITRES 24
     - 4.1.2 PASSAGE DE LA VALEUR D'ENTREPRISE A LA VALEUR DES FONDS PROPRES 24
   - 4.2 Méthodes ou références non retenues 25
     - 4.2.1 ACTIF NET 25
     - 4.2.2 VALEUR MATHEMATIQUE, ANR ET SOMME DES PARTIES 25
     - 4.2.3 METHODE DE LA SURVALEUR OU DU GOODWILL 26
     - 4.2.4 VALEUR ISSUE DES OPERATIONS D'APPORT ET D'AUGMENTATION DE CAPITAL 26
     - 4.2.5 REFERENCE AUX MULTIPLES ISSUS DE LA CROISSANCE EXTERNE DE DL SOFTWARE 26
     - 4.2.6 METHODES BASEES SUR LE DIVIDENDE 27
   - 4.3 Méthodes et références retenues 27
     - 4.3.1 COURS DE BOURSE 27
     - 4.3.2 TRANSACTION RECENTE MOTIVANT L'OFFRE ET ACCORDS LIES A L'OFFRE 32
     - 4.3.3 EVALUATION PAR LA METHODE DU DCF 34
     - 4.3.4 EVALUATION PAR LES MULTIPLES BOURSIERS 39
     - 4.3.5 EVALUATION PAR LES MULTIPLES DE TRANSACTIONS MAJORITAIRES 42

5. ANALYSE CRITIQUE DES TRAVAUX DE L'EVALUATEUR 44
   - 5.1 DCF 44
   - 5.2 Comparaisons boursières 45
   - 5.3 Multiples de transaction 45
   - 5.4 Cours de bourse 46
   - 5.5 Prix du changement de contrôle 46

6. CONCLUSION 47

7. ANNEXES 49
   - Présentation synthétique des sociétés retenues dans l'échantillon de comparables boursiers 49
     - ECHANTILLON RESTREINT 49
     - AUTRES SOCIETES INCLUSES DANS L'ECHANTILLON ELARGI 54

1. CONTEXTE DE L'OPERATION

Par un communiqué en date du 22 février 2017, la société DL Software (ci-après « DL Software », la « Société » ou le « Groupe »), a indiqué que ses actionnaires majoritaires, les sociétés Phoenix et DL Invest, contrôlées par messieurs Jean-Noël Drouin et Patrick Lemaire (ci-après les « Fondateurs »), leurs familles et les principaux managers du Groupe, étaient entrés en négociation exclusive avec le fonds d'investissement 21 Centrale Partners en vue de la cession du contrôle de la Société (ci-après, les « Investisseurs » et ensemble avec les Fondateurs et les managers, les « Parties »).

Le 24 avril 2017, DL Software a annoncé la signature le 21 avril 2017 d'accords fermes entre, d'une part, les actionnaires de Phoenix et DL Invest, et d'autre part, les fonds d'investissement gérés par 21 Centrale Partners et Amundi PEF. Ces accords, dont la réalisation est intervenue le 18 mai 2017, formalisent la cession du contrôle des sociétés Phoenix et DL Invest par leurs actionnaires à DLPV Software (ci-après « DLPV Software »), un véhicule d'acquisition créé ad hoc par 21 Centrale Partners, via la société 2A Software contrôlée par 21 Centrale Partners à hauteur d'environ 58 %.

Ainsi, l'actionnariat de Phoenix, société faîtière du Groupe contrôlant DL Invest et qui regroupe les membres de la famille Drouin, a évolué de la manière suivante :

Actionnariat Phoenix	Situation d'origine		Opérations		Situation post opérations	
	Actions	%	Cession	Apports	Actions	%
Famille Drouin [1]	31 066	100,00%	(20 710)	(8 528)	1 828	5,88%
DLPV Software	-	0,00%	20 710	8 528	29 238	94,12%
Total	**31 066**	**100%**	**-**	**-**	**31 066**	**100,00%**

[1] Actions détenues en pleine propriété, nue propriété et usufruit

Par ailleurs, l'actionnariat de DL Invest, la société holding qui contrôle la Société évolue comme suit :

Actionnariat DL Invest	Situation d'origine		Opérations		Situation post opérations	
	Actions	%	Cession	Apports	Actions	%
Phoenix	3 330 857	78,63%	-	-	3 330 857	78,63%
Famille Lemaire [1]	765 753	18,08%	(510 502)	(210 209)	45 042	1,06%
Managers	139 694	3,30%	(100 127)	-	39 567	0,93%
DLPV Software	-	0,00%	610 629	210 209	820 838	19,38%
Total	**4 236 304**	**100%**	**-**	**-**	**4 236 304**	**100,00%**

[1] Actions détenues en pleine propriété, nue propriété et usufruit

L'ensemble de ces opérations, cessions et apports, a été réalisé sur la base d'un prix par transparence de 22,06 € par action DL Software, actif quasi-unique de DL Invest. Il convient de noter que :

- les apports de titres Phoenix et DL Invest ont été rémunérés en actions ordinaires, en obligations convertibles et en actions de préférence émises par DLPV Software, société dont 2A Software reste actionnaire de contrôle après apport des actions Phoenix et DL Invest, avec 47,87% du capital et 54,06 % des droits de vote ;
- le solde des actions Phoenix et DL Invest non encore détenues par DLPV Software seront soit cédées, soit apportées à DLPV Software selon une répartition dépendant du résultat de l'offre (cf. paragraphe ci-dessous).

A l'issue de ces transactions, l'actionnariat de DL Software reste identique, seul le contrôle de son actionnaire majoritaire a changé. Toutefois, en application des dispositions du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (ci-après l' « AMF ») et notamment des articles 233-1 1° et 234-2, DL Invest (ou ci-après l' « Initiateur ») est tenu de déposer une offre publique d'achat simplifiée (ci-après l' « Offre » ou l' « OPAS ») visant les actions DL Software non encore détenues par elle[1], en proposant à ses actionnaires minoritaires un prix par action égal à celui retenu pour les opérations de cession et d'apport des actions Phoenix et DL Invest, soit 22,06 €.

Préalablement à l'Offre, l'actionnariat de DL Software se présente comme suit :

Actionnariat DL Software	Situation d'origine	
	Actions	%
DL Invest	4 106 194	84,33%
Managers DLSO	11 228	0,23%
Sous-total Concert	4 117 422	84,56%
Autres managers	20 014	0,41%
Public	711 115	14,60%
Autocontrôle	20 502	0,42%
Total	**4 869 053**	**100,00%**

Dans un délai de trois mois suivant la clôture de l'Offre, dans le cas où les actions de la Société non apportées ne représenteraient pas plus de 5 % du capital ou des droits de vote, l'Initiateur demandera la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire au prix de 23,06 € par action DL Software, soit un complément de 1 € par rapport au prix proposé à l'occasion de l'OPAS (Complément de prix 1). S'il venait à détenir ultérieurement au moins 95 % des droits de vote de la Société, l'Initiateur se réserve la possibilité de déposer une offre publique de retrait, suivie d'un retrait obligatoire. A cet égard, si dans les 12 mois suivant la date d'obtention de la déclaration de conformité, DLPV Software procédait à une nouvelle offre publique d'acquisition sur les titres DL Software ou à l'acquisition en numéraire de titres DL Software à un prix supérieur au prix de l'Offre actuelle, DLPV Software s'est engagée à verser à l'ensemble des actionnaires historiques de DL Software (Fondateurs, managers et actionnaires minoritaires) un complément de prix (Complément de prix 2) égal à la différence entre le prix payé révisé et le prix d'Offre (calculé directement ou par transparence pour les détenteurs indirects d'actions DL Software). Le Complément de prix 2 ne se cumulerait pas avec le Complément de prix 1.

Par ailleurs, il se réserve également la possibilité de demander la radiation des actions de la Société, cette demande étant soumise à l'accord d'Euronext Paris au vu des conditions de liquidité des titres concernés. Enfin, l'Initiateur n'envisage pas la réalisation d'une éventuelle fusion avec DL Software, mais prévoit, dans un but de simplification des structures du groupe de reprise, celle de DLPV Software avec Phoenix et DL Invest

Dans ce contexte, le cabinet BM&A Advisory & Support a été mandaté le 20 mars 2017 par monsieur Jean-Noël Drouin, président-directeur général de la Société, en qualité d'expert indépendant, afin d'apprécier le caractère équitable du prix proposé pour les actions DL Software dans le cadre de la présente Offre, et de celui proposé en cas de retrait obligatoire intervenant dans un délai de trois mois suivant la clôture de l'Offre.

[1] A l'exception de 20 502 actions auto-détenues et de 6 138 actions détenues par les managers parties au Concert (les « Managers DLSO »).

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

- le paragraphe I, alinéa 1°, dans la mesure où la société visée est déjà contrôlée au sens de l'article L 233-3 du code de commerce avant le lancement de l'opération par les Initiateurs ;
- le paragraphe I, alinéa 2°, dans la mesure où les actionnaires dirigeants ont conclu un accord avec l'initiateur de l'offre ;
- le paragraphe II dans la mesure où un retrait obligatoire est possible.

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

2. PRESENTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT

Le cabinet BM&A Advisory & Support (ci-après « BM&A A&S »), est une société d'expertise comptable inscrite au tableau de l'Ordre des experts-comptables de Paris Ile-de-France. Issu de la scission en 2015 du cabinet BM&A, BM&A A&S est une filiale à 100 % de BM&A Partners, société faîtière du groupe BM&A qui compte une centaine de collaborateurs. L'intégralité du capital de BM&A Partners est détenue directement ou indirectement par ses 18 associés, personnes physiques.

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

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

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

2.1 Missions d'expertise indépendante réalisées au cours des 24 derniers mois

Au cours des 24 derniers mois, le cabinet a produit des attestations d'équité dans le cadre des offres publiques suivantes :

Date	Opération	Cible	Initiateur/Bénéficiaire	Banque présentatrice
mai-15	Offre Publique d'Achat Simplifiée	**ProWebCE**	PWCE Participations	Aurel BGC
sept-15	Offre Publique d'Achat Simplifiée	**Audika**	William Demant	Natixis
oct-15	Offre Publique d'Achat Simplifiée	**Schaeffer-Dufour**	H.G.D. Participations	Neuflize OBC Corporate
déc-15	Offre Publique d'Achat Simplifiée	**Efeso Consulting**	Partners in Action	BNP Paribas
avr-16	Offre Publique d'Echange	**Foncière des Murs**	Foncière des Régions	BNP Paribas
août-16	Offre Contractuelle Volontaire d'Achat	**Antevenio**	Inversiones Y Servicios Publicitarios	Invest Securities
oct-16	Offre Publique de Retrait	**Ivalis**	Hawky	Swiss Life

2.2 Déclaration d'indépendance

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

- n'entretiennent aucun lien juridique ou en capital avec les sociétés concernées par l'Offre, ou leurs conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance ;
- n'ont procédé à aucune évaluation de la société visée par l'Offre ou qui réalise l'Offre au cours des 18 mois précédant la date de désignation ;
- ne détiennent aucun intérêt financier dans la réussite de l'Offre, ni créance ni dette envers l'une des sociétés concernées par l'Offre ou toute personne contrôlée par ces sociétés ;
- n'ont pas conseillé l'une des sociétés concernées par l'Offre ou toute personne que ces sociétés contrôlent au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce au cours des dix-huit derniers mois.

2.3 Rémunération de l'expert

La rémunération perçue par BM&A A&S au titre de la présente opération s'élève à 60 000 €, hors taxes et débours.

2.4 Diligences effectuées par l'expert

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

Nous avons effectué nos diligences conformément aux dispositions des articles 262-1 et suivants du règlement général de l'AMF, de son instruction d'application du 25 juillet 2006 et des recommandations de l'AMF du 28 septembre 2006, modifiées le 27 juillet 2010. Notre intervention s'est effectivement déroulée du 29 mars au 30 mai 2017, date à laquelle nous avons remis notre rapport définitif.

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

- Monsieur Jean-Noël Drouin, président-directeur général de DL Software et principal actionnaire de Phoenix ;
- Monsieur Patrick Lemaire, directeur général délégué de DL Software ;
- Monsieur Brice Guiraud, directeur administratif et financier de DL Software ;
- Messieurs Ghislain de Murard et Rémi Pollet, respectivement associé gérant et associate chez Invest Corporate Finance, conseil de l'Initiateur et établissement présentateur (ci-après « Invest Securities » ou l' « Evaluateur») ;
- Monsieur Christian Ménard, membre du directoire d'Edmond de Rothschild Corporate Finance, banque-conseil des Fondateurs et des managers ;
- Maître Laurent Bensaid, associé du cabinet Hoche, conseil des Fondateurs et des managers ;
- Maîtres Delphine Vidalenc et Hugues de Fouchier, avocats du cabinet De Pardieu, Brocas Maffei, conseil de l'Initiateur.

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

i) la présentation de l'opération envisagée et son contexte ;
ii) la description de l'activité de la Société et de son marché ;
iii) les prévisions du plan d'affaires et l'identification des facteurs susceptibles de remettre en cause les hypothèses structurantes de ce plan ;
iv) les éléments constitutifs des accords signés le 21 avril 2017.

Nos travaux ont principalement consisté à :

i) prendre connaissance de l'activité de DL Software ;
ii) étudier le contexte général de l'Offre et analyser les accords conclus dans le cadre de l'Offre ;
iii) analyser la formation du chiffre d'affaires et des marges historiques de la Société et étudier l'évolution de sa situation financière ;

iv) analyser les données financières prévisionnelles de la Société sur la base de son plan d'affaires détaillé par branche à horizon de décembre 2022, communiqué par le management de DL Software ;

v) prendre connaissance du plan d'affaires 2017-2022 établi par l'Initiateur ;

vi) apprécier la rentabilité normative de la Société au-delà de 2022 ;

vii) mettre en œuvre les méthodes d'évaluation des capitaux propres de la Société, jugées pertinentes au cas d'espèce ;

viii) analyser les accords intervenus entre les Parties ;

ix) prendre connaissance des travaux d'évaluation mis en œuvre par Invest Securities et réaliser un examen critique de leurs travaux ;

x) rédiger notre projet de rapport.

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

- des accords signés entre les Parties les 21 avril et 18 mai 2017 (ci-après les « Accords ») et notamment :

  - le protocole d'investissement ;
  - les contrats d'acquisition Phoenix et DL Invest ;
  - les contrats d'apport Phoenix et DL Invest ;
  - le pacte d'associés attaché au protocole d'investissement ;
  - les statuts de DLPV Software attachés au projet de pacte d'associés ;
  - les termes et conditions des obligations convertibles en actions émises par DLPV Software ;
  - la convention de subordination
  - les rapports des commissaires aux apports et aux avantages particuliers.

- d'un document de synthèse résumant le processus d'offre compétitif et l'offre ferme présentée par 21 Centrale Partners ;

- du plan d'affaires de janvier 2017 à fin décembre 2022 établi par la Société ;

- de la documentation juridique et financière relative à la Société, notamment :

  - les comptes annuels et consolidés 2012 à 2016 ;
  - les contributions des différentes filiales aux comptes consolidés ;
  - l'évolution mensuelle du BFR/EFR consolidé au cours des 3 derniers exercices ;
  - les contributions des différentes filiales aux prévisions consolidées.

- de la documentation juridique et financière relative à la société Fastmag et à son acquisition ;
- du rapport de « due diligences financières » établi par le cabinet KPMG ;
- des projets de note d'information et de note en réponse relatifs à l'Offre ;
- des différentes versions du rapport d'évaluation d'Invest Corporate Finance, dont la dernière version a été établie le 29 mai 2017.

Nous avons utilisé les bases de données financières Eikon de Thomson-Reuters et EMAT. Afin de compléter nos analyses, nous avons également collecté toute information de source publique dont l'exploitation nous a semblé pertinente, en ce compris les rapports annuels et les comptes consolidés de la Société. Enfin, nous avons examiné les rapports annuels et les notes d'analyse disponibles relatifs aux sociétés que nous avons étudiées dans le cadre de la recherche des échantillons de sociétés comparables.

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

S'agissant des prévisions financières sur lesquelles nous nous sommes basés, la direction de DL Software nous a affirmé qu'elles correspondaient à sa vision du développement de la Société et, qu'à la date d'émission de notre rapport, elle n'a connaissance d'aucun élément susceptible de les remettre en cause.

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

3. PRESENTATION DE DL SOFTWARE

3.1 Activité et modèle économique

DL Software a été créé en janvier 2003 par messieurs Drouin et Lemaire. Sa vocation est de développer l'édition de logiciels de gestion en procédant à des acquisitions externes. Depuis sa création, la Société a totalisé treize acquisitions et une cession de sociétés.

Le modèle économique de DL Software est original en ce qu'il constitue une plateforme d'acquisition et de développement (« *buy and build* ») à spécialisation sectorielle, dont la finalité est l'acquisition majoritaire d'entreprises du secteur de l'édition de logiciels. Toutefois, l'activité de la société se distingue de celle d'un fonds classique en ce qu'elle met en œuvre une politique de croissance organique des différentes sociétés acquises reposant sur des efforts importants de recherche et développement.

Les cibles de DL Software sont tout d'abord des PME du secteur de l'édition de logiciels métiers en situation de leader sur leur secteur, ou tout au moins bien installées sur un marché relativement fragmenté. La base clients de la société ciblée doit être significative et non-concentrée, et la société doit être rentable. Cette stratégie fondamentale de DL Software peut ensuite être confortée par des opérations de croissance externe répondant à des logiques un peu différentes. Il peut s'agir d'acquisition de sociétés offrant des solutions complémentaires à l'offre déjà existante de DL Software, permettant de créer une gamme plus étoffée de solutions et de mettre en œuvre des synergies commerciales. Il peut aussi s'agir d'acquisition de cibles ayant des positionnements différents (par exemple, des solutions « entrée de gamme ») permettant de cibler de nouveaux clients.

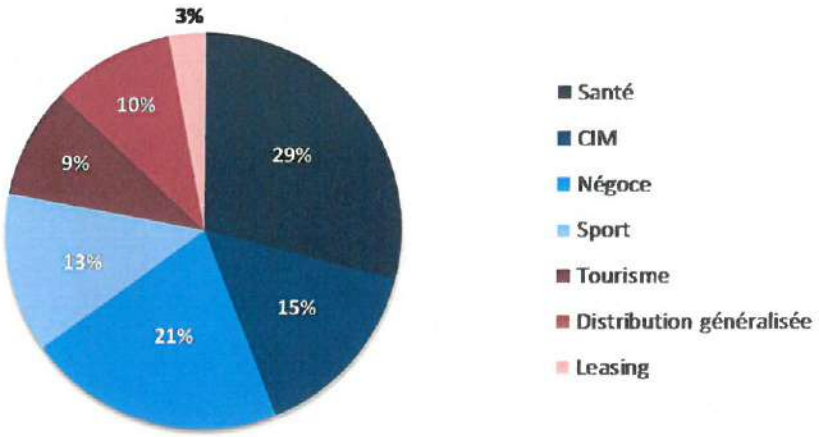
La liste des acquisitions est la suivante :

- 2003 : Thelis (édition de logiciels destinés à l'hôtellerie de plein air), GIAM Informatique (édition de logiciels destinés aux négociants en matériaux de construction) ;
- 2004 : Progimed (édition de logiciels destinés aux laboratoires d'analyses médicales) ;
- 2006 : Loginor (édition de logiciels destinés aux négociants en matériaux de construction) ;
- 2007 : Hexa Computique (logiciels destinés aux négociants en matériaux de construction) ;
- 2008 : Biosystem (logiciels destinés aux laboratoires de biologie médicale) ;
- 2009 : Armure (édition de logiciels d'assurance qualité pour les laboratoires), Ginkoia (édition de logiciel pour magasins de sport) ;
- 2010 : Juxta (logiciels à destination des cabinets dentaires, des opticiens et du tiers-payant), CIM (édition de logiciels à destination des mutuelles) ;
- 2014 : Flag (logiciels de commercialisation d'offres touristiques) ;
- 2015 : Serig (logiciels destinés aux entrepositaires et grossistes en boissons) ;
- 2017 : Fastmag (solutions full web pour le *retail*).

En 2004 DL Software a créé DL Lease, qui a pour vocation de proposer une solution de financement aux clients du groupe.

En 2016, DL Software a profité d'une opportunité de cession intéressante et a revendu la société Thelis et sa filiale Thelis Unix Data (TUD), quittant ainsi le secteur des logiciels pour hébergement de plein air, de telle sorte qu'aujourd'hui la société est présente dans l'édition de logiciels et de solutions informatiques relatifs à cinq secteurs d'activité : la santé et les mutuelles de santé (CIM), le négoce (matériaux de construction et grossistes en boissons), les magasins de sport, le tourisme et la distribution spécialisée. Ces différents domaines d'activité sont d'importance inégale, leur poids dans la formation du chiffre d'affaires 2016 du groupe DL Software se répartissant comme suit :

Ventilation du CA 2016 par secteur



DL Software n'est pas une simple holding financière et réussit à réunir deux objectifs en apparence assez distincts voire contradictoires :

- accorder une grande autonomie aux différentes filiales et leur laisser toute la latitude d'action nécessaire à la réalisation de performances satisfaisantes dans un secteur qu'elles connaissent bien ; c'est ainsi que les fonctions commerciales, marketing ainsi que l'implantation des solutions chez les clients (fonction « Opérations ») sont entièrement dévolues aux différentes filiales ;
- tirer de leur isolement les filiales qu'elle acquiert en leur apportant des moyens administratifs et financiers supplémentaires et en favorisant les échanges de savoir-faire et créer ainsi de la cohérence ;
- et des synergies au sein du groupe.

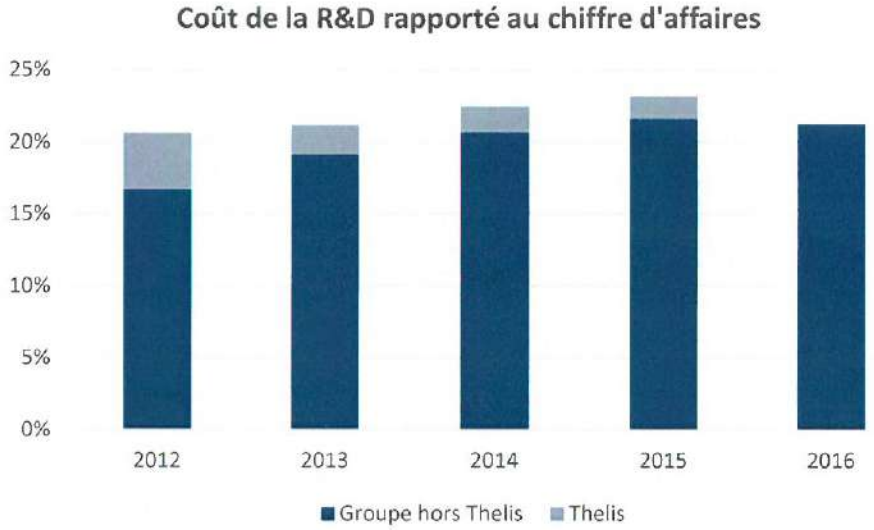
Lorsque sa stratégie d'acquisition l'a amené à détenir des sociétés du même secteur, DL Software a réalisé quelques opérations de rapprochement. Elle a ainsi créé DL Santé (qui regroupe Progimed et Biosystem) et DL Negoce (GIAM, Loginor et Hexa Computique).

Le groupe a aussi mis en place un partage de certaines ressources entre ses filiales :

- la gestion des ressources humaines est centralisée au niveau du groupe ;
- la fonction finance est partagée entre tous les laboratoires du pôle santé ;
- la fonction Achat est commune à DL Negoce et à la société Serig.

Ces interventions, assez classiques de la part d'une société de tête, se sont conjuguées avec la mise en œuvre de choix stratégiques très structurants pour les filiales concernées.

A partir du début des années 2010, le groupe a fortement accéléré la politique de recherche et développement de ses filiales. Les dépenses de R&D du groupe sont ainsi passées de 5,4 M€ en 2011 (à périmètre comparable – hors Thelis et TUD) à 10,4 M€ en 2016. Le poids de la R&D comparé au chiffre d'affaires est allé croissant de 2012 à 2015, l'effort se concentrant plus particulièrement sur les entités hors Thelis comme en atteste le graphique suivant :



Tous les pôles d'activité du groupe sont impactés par cet effort de recherche qui conduit au développement de nouveaux produits. Toutefois, ces nouveaux développements ont été initiés à des dates différentes et proposés aux clients des filiales opérationnelles depuis plusieurs années jusqu'à très récemment :

- en ce qui concerne les laboratoires d'analyse médicale, deux nouveaux produits ont été développés : Odancio depuis fin 2013 et Labo Connect depuis 2016. La migration des anciennes solutions vers les nouvelles est prévue de 2017 à 2020 ;
- avec le nouveau module DSN, la marque CIM, très implantée auprès des mutuelles de taille moyenne, devrait gagner de nouveaux utilisateurs, tels les courtiers ou les mutuelles de plus grande taille comme la MACIF ;
- le pôle Négoce a développé à partir de 2011 un nouveau produit (Open Pro) pour lequel la migration devrait être terminée en 2021 ;
- la société Juxta verra son offre renouvelée par les solutions Syotos et Munéris implantés à partir de 2017 et dont le groupe espère qu'elles se substitueront aux anciens produits au cours de la période 2017-20 ;
- l'adaptation du logiciel de Ginkoia à de nouveaux segments de marché (les mini-centrales notamment) devrait fournir à cette société une croissance additionnelle.

Ces éléments relatifs au calendrier de renouvellement de l'offre permettent d'apprécier la croissance potentielle de l'activité. Ils mettent également en relief la période délicate au cours de laquelle le client est censé acquérir les nouvelles solutions et affirmer sa fidélité envers les sociétés du groupe DL Software. Cette phase pourrait être caractérisée par une période de volatilité de la clientèle et du chiffre d'affaires ainsi que de mise en œuvre de travaux d'adaptation et de correction.

Cette politique de développement de nouveaux produits s'est accompagnée de la mise en place d'un nouveau modèle économique. L'activité du groupe s'organise désormais autour des quatre catégories de prestations suivantes :

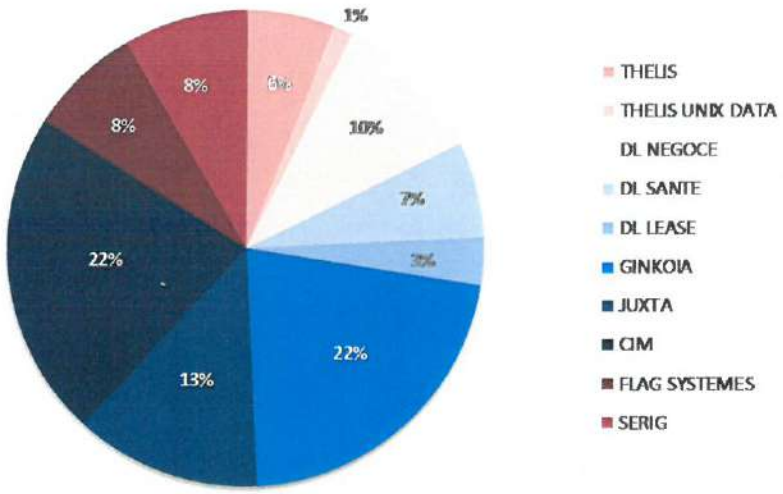
- l'octroi de licences où la solution informatique est directement installée chez le client et qui s'accompagne d'une activité de maintenance sur site ;
- la location de solutions informatiques, implantées chez le client ou hébergées, incluant la maintenance ;
- le négoce (achat/vente) de matériels informatiques ;
- des prestations diverses : formations et développements spécifiques.

Les années 2013-15 ont connu un net recul de l'activité de vente de licences au profit de la location (+12% en moyenne par an). Cette modification de la relation clientèle a eu pour effet d'accroître la part des revenus récurrents au sein du groupe qui est passée d'un quart à la moitié au cours de la dernière décennie, diminuant nettement la volatilité opérationnelle, mais accroissant le risque d'impayés (on note ainsi que les « dépréciations des actifs circulants » sont passées de 267 k€ en 2014 à 520 k€ en 2015 puis 552 k€ en 2016, principalement en provenance de DL Santé).

Au cours de la période récente, le groupe a connu une forte croissance de son EBITDA qui, à périmètre constant (hors Thelis), est passé de 4,9 à 7,9 M€ de 2013 à 2016. Cette croissance a principalement été portée par l'activité des sociétés CIM, Ginkoia et Flag Systèmes. En revanche, l'activité du pôle DL Santé s'est contractée.

Sur l'année 2016, la contribution des différents pôles à la formation de l'EBITDA ressort comme suit :

Contribution des entités opérationnelles à la formation de l'EBITDA Groupe - 2016



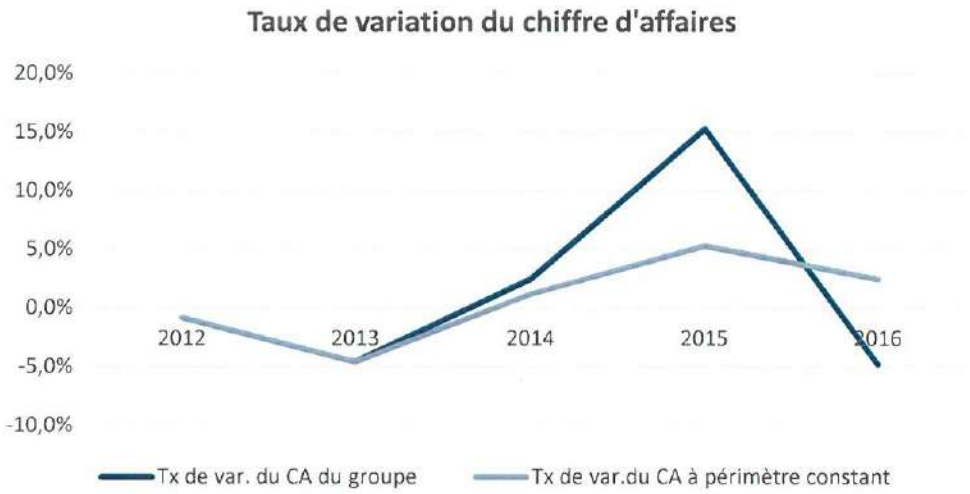
En réponse à une conjoncture délicate, le groupe DL Software a fortement réduit les effectifs du pôle DL Santé, principalement ceux relevant de l'activité « Opérations » chargée d'installer les solutions informatiques chez les clients, d'en assurer la maintenance et de former les utilisateurs. Le secteur Santé a été marqué depuis le début de la décennie par une réforme des laboratoires d'analyse médicale les obligeant à procéder à des regroupements et conduisant à des pertes de parts de marché pour le groupe DL Software. Ses clients traditionnels, c'est-à-dire des laboratoires de taille intermédiaire, se sont en effet rapprochés d'opérateurs de taille plus importante qui, le plus souvent, travaillaient déjà avec les concurrents de DL Software et ont continué à le faire après le rapprochement. S'est ajoutée une concurrence accrue sur les prix en raison de la diminution du nombre de laboratoires, ainsi qu'une difficulté à implanter chez les clients des versions entièrement fiables dès l'origine des nouveaux produits Odancio puis Labo Connect.

3.2 Rentabilité, levier et solvabilité : analyse des historiques de comptes publiés

3.2.1 RENTABILITE D'EXPLOITATION

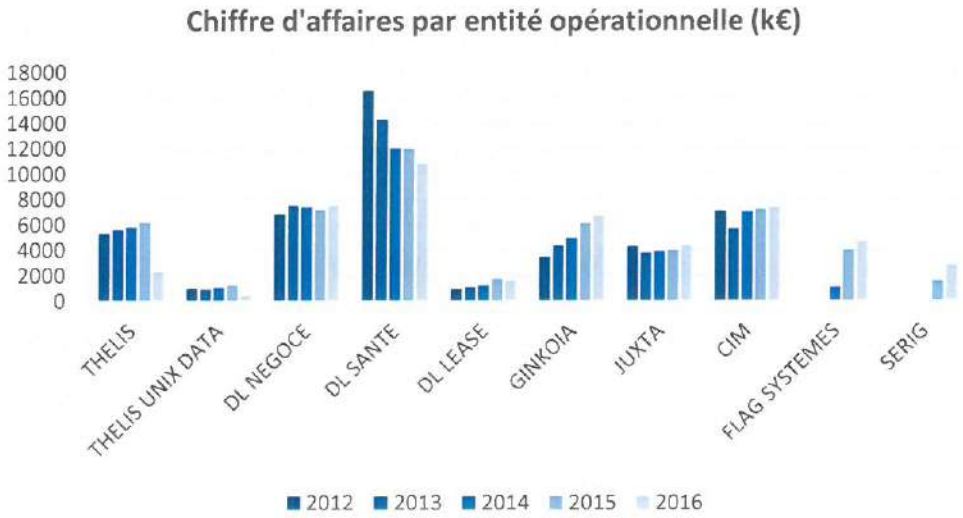
Après une période de stagnation, puis de décroissance, l'activité du groupe a connu une vive expansion en 2015 suivie d'une consolidation en 2016.

Néanmoins, calculé à périmètre constant (mais variable année après année) le chiffre d'affaires affiche des variations beaucoup moins importantes :



En moyenne, le chiffre d'affaires à périmètre constant croît de 1% par an sur la période considérée, alors que la croissance pour l'ensemble du groupe est de 1,8%.

L'analyse de l'activité par filiale opérationnelle fait clairement apparaître les causes de cette évolution :



La décroissance de l'activité en 2013 a pour origine une diminution des ventes de DL Santé de plus de 2 M€ et dans une moindre mesure de celles de CIM pour 1,3 M€. La croissance du chiffre d'affaires Groupe en 2015 prend sa source dans une évolution très positive de l'activité de Flag Systèmes (qui croît de près de 3 M€ par effet de périmètre) relayée par celle de Ginkoia (+ 1,2 M€) et par l'arrivée de Serig dans le périmètre d'analyse (+ 1,5 M€) alors que la chute de DL Santé est momentanément enrayée. L'année 2016 pâtit principalement de la cession de Thelis et de sa filiale TUD en cours d'année ainsi que d'une nouvelle baisse de l'activité du secteur Santé, alors que la croissance des ventes de Ginkoia et de Flag Systèmes se ralentit.

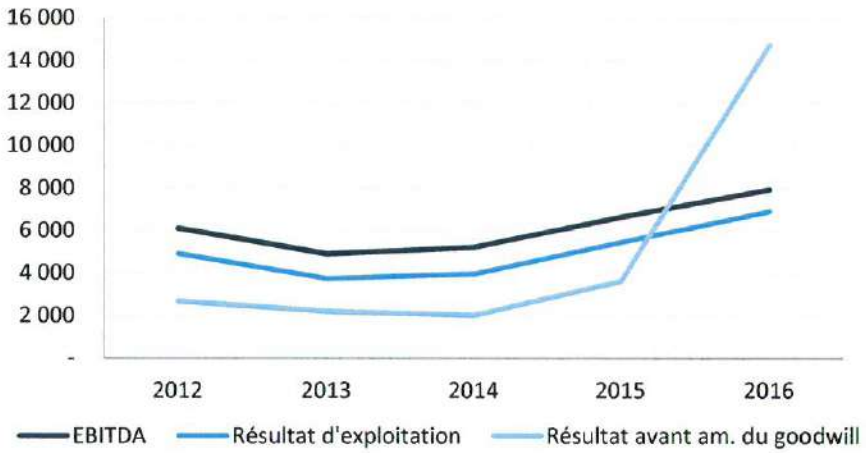
Etant précisé que la Société publie des comptes consolidés selon les normes françaises et que les dépenses de recherche et développement ne sont pas activées, son compte de résultat peut être synthétisé comme suit :

Compte de résultat en k€	2012	2013	2014	2015	2016
Chiffre d'affaires	**45 613**	**43 520**	**44 594**	**51 396**	**48 939**
Valeur ajoutée	**32 105**	**29 681**	**31 120**	**35 300**	**35 538**
En % du CA	*70,4%*	*68,2%*	*69,8%*	*68,7%*	*72,6%*
Frais de personnel	(24 345)	(23 654)	(24 198)	(26 696)	(25 724)
En % du CA	*-53,4%*	*-54,4%*	*-54,3%*	*-51,9%*	*-52,6%*
Autres charges	(1 403)	(1 417)	(1 381)	(1 573)	(1 564)
Excédent Brut d'exploitation	**6 357**	**4 610**	**5 541**	**7 030**	**8 249**
En % du CA	*13,9%*	*10,6%*	*12,4%*	*13,7%*	*16,9%*
Dotations nettes aux provisions	(265)	273	(342)	(392)	(326)
EBITDA	**6 092**	**4 883**	**5 199**	**6 638**	**7 923**
En % du CA	*13,4%*	*11,2%*	*11,7%*	*12,9%*	*16,2%*
Dotation aux amortissements	(1 201)	(1 159)	(1 259)	(1 210)	(1 015)
Résultat d'exploitation	**4 891**	**3 724**	**3 940**	**5 428**	**6 908**
En % du CA	*10,7%*	*8,6%*	*8,8%*	*10,6%*	*14,1%*
Résultat financier	**(37)**	**100**	**(3)**	**(24)**	**58**
Résultat exceptionnel	**(503)**	**(589)**	**(1 118)**	**(152)**	**10 501**
Résultat avant impôt	**4 351**	**3 235**	**2 819**	**5 253**	**17 467**
Participation des salariés	(227)	(93)	(122)	(196)	(351)
Impôt consolidé	(1 456)	(953)	(694)	(1 451)	(2 381)
Résultat avant amortissement des écarts d'acquisitic	**2 667**	**2 190**	**2 003**	**3 605**	**14 735**
Amortissement des écarts d'acquisition	(2 055)	(2 055)	(2 095)	(2 557)	(2 595)
Résultat net	**612**	**134**	**(92)**	**1 048**	**12 141**
Intérêts minoritaires	(0)	(0)	(69)	(0)	(0)
Résultat net part du groupe	**612**	**134**	**(162)**	**1 048**	**12 141**

Les dépenses de personnel constituent le principal poste de charges du groupe (près de 53% en 2016). Cette importance des charges semi-rigides, si ce n'est fixes, confère au groupe un fort levier opérationnel, toute variation d'activité, à la hausse ou à la baisse, étant fortement répercutée au niveau de la rentabilité d'exploitation, jusqu'à ce que le montant des dépenses de personnel soit éventuellement ajusté.

L'examen des différents agrégats de mesure des flux financiers et de la rentabilité rend compte de ce phénomène :

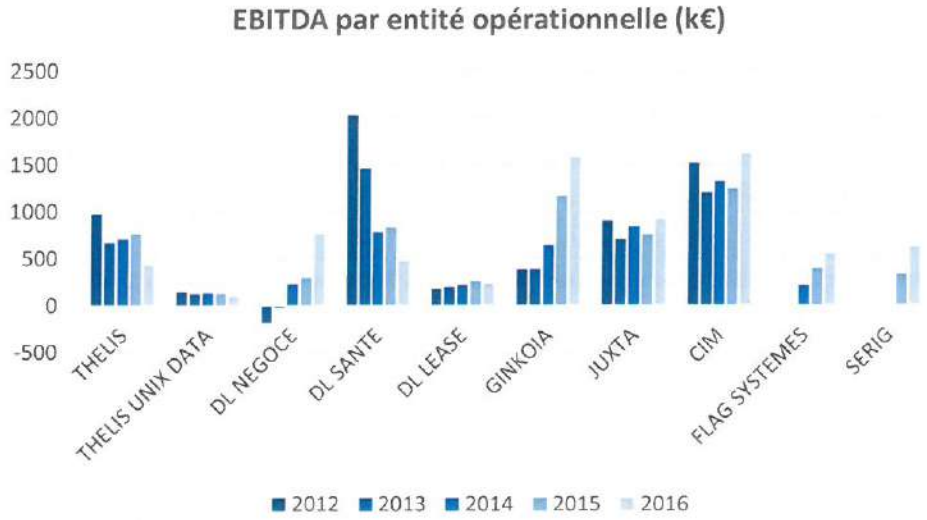
EBITDA et résultats consolidés en k€



Sur la période 2012-2015, l'EBITDA (calculé par ajout des dotations aux amortissements et dépréciations sur immobilisations corporelles et incorporelles[2] au résultat d'exploitation) et le résultat d'exploitation évoluent parallèlement à l'activité du groupe. La proximité des valeurs de ces deux agrégats traduit la faiblesse des dotations, du fait de l'absence d'activation des dépenses de R&D.

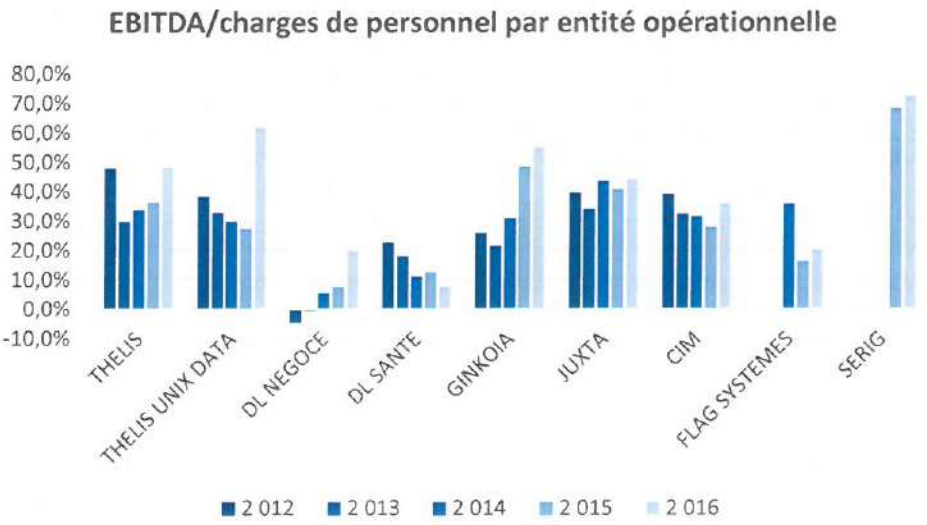
En revanche, l'année 2016 connait une croissance de l'EBITDA et du résultat d'exploitation alors que le chiffre d'affaires du groupe se contracte. Ce résultat s'explique par la cession de Thelis et par l'impact du levier opérationnel au niveau des différentes entités. Enfin, la forte hausse du bénéfice en 2016 résulte du produit exceptionnel attaché à la cession de Thelis. L'analyse de la contribution de chaque filiale opérationnelle à la formation de l'EBITDA se présente comme suit :

[2] En ce non compris l'amortissement des écarts d'acquisition



Le graphique précédent fait ressortir des contributions très contrastées des différentes entités opérationnelles à la formation de l'EBITDA. Du fait de la relative rigidité des charges de personnel, les variations d'activité des filiales sont amplifiées en termes de marge d'EBITDA. Au cours de la période sous revue, on note une division par 4 de l'EBITDA de DL Santé et une multiplication par 4 de celui de Ginkoia. On remarque aussi en 2016 une croissance de l'EBITDA de CIM, de Flag Systèmes et de Serig conduisant pour cette année à une croissance globale de l'EBITDA du groupe.

Ces différences de rentabilité opérationnelle entre filiales apparaissent encore plus clairement lorsque l'on analyse la productivité du travail mesurée par le ratio EBITDA/charges de personnel :



On constate de fortes disparités tant dans les niveaux que dans les évolutions de la productivité (EBITDA/charges de personnel) :

- en matière de niveau, alors que la productivité du travail s'établit à 31% en 2016 pour l'ensemble du groupe, elle varie de 8% pour DL Santé à 72% pour Serig ;
- s'agissant des évolutions, on note la multiplication par 2,1 de la productivité de Ginkoia, et la division par 2,9 de celle de DL Santé.

Cette analyse fait ressortir le risque opérationnel du groupe qui bénéficie pleinement des hausses d'activité mais pâtit tout aussi fortement des contractions conjoncturelles au niveau de chaque filiale. Nous observons toutefois que la diversification du groupe a compensé en partie les effets positifs et négatifs de ce levier opérationnel au niveau consolidé.

Le dernier agrégat est le résultat net du groupe. Pour les quatre premières années, il évolue à l'instar de l'EBITDA. En 2016, il est positivement impacté par la plus-value de cession de Thelis.

Nous complétons l'analyse de la rentabilité d'exploitation par une analyse de la rémunération des capitaux propres à travers l'examen de la création de valeur au cours de la dernière année de la période sous revue, soit 2016.

Le tableau suivant précise la contribution des différentes entités opérationnelles à la création de valeur du groupe. Volontairement, par convenance, les « capitaux engagés » y sont calculés par soustraction des Dettes d'Exploitation et des Produits et Charges Constatés d'Avance au total du passif. Les dettes financières étant d'un volume très faible, l'exigence de rentabilité des financeurs du groupe (le « coût du capital ») a été estimé égal au seul coût des fonds propres, soit 10,65% (cf. Partie 4 : Travaux d'évaluation). La différence entre le résultat d'exploitation net d'impôt et l'exigence de rémunération des financeurs permet d'apprécier la création ou destruction de valeur de l'entité opérationnelle considérée.

k€	CREATION DE VALEUR - ENTITES OPERATIONNELLES - 2016					
	CAPITAUX ENGAGES	REM. CAP. ENG. (10,65%)	RES. EXPL. NET IS	CREATION VALEUR	Créat. Val. / Cap. Eng.	Créat. Val % du total
DL NEGOCE	208	22	672	650	313,4%	36,6%
DL SANTE	5 337	568	330	-238	-4,5%	-13,4%
DL LEASE	559	60	124	64	11,5%	3,6%
GINKOIA	3 320	354	1 040	686	20,7%	38,6%
JUXTA	4 240	452	515	63	1,5%	3,6%
CIM	8 047	857	891	34	0,4%	1,9%
FLAG SYSTEMES	1 751	186	425	239	13,6%	13,4%
SERIG	1 114	119	398	279	25,0%	15,7%
ENSEMBLE	24 575			1 778	7,2%	100,0%

La création de valeur pour l'ensemble du groupe (hors structure de tête) se situe au niveau relativement élevé de 7,2% qui vient augmenter de deux tiers l'exigence de rentabilité des actionnaires. Cependant la contribution des différentes entités opérationnelles est très inégale.

- Le secteur de la santé dans son ensemble est peu performant. L'entité DL Santé a une rentabilité insuffisante pour rémunérer les actionnaires au prorata de leurs risques et détruit de la valeur. La rentabilité d'exploitation de CIM et de Juxta avait été jugée satisfaisante (cf. supra). Toutefois, il apparaît, à l'examen du montant des capitaux engagés, qu'elle est d'un niveau à peine suffisant pour rémunérer les capitaux à un taux équitable. Le taux de création de valeur est faible, et toute baisse d'activité entraînerait, en raison du levier opérationnel, une destruction de valeur. Ces deux entités étant plutôt bien placées dans le jeu concurrentiel (notamment CIM qui est leader dans le segment du « moyen de gamme »), les deux secteurs dans leur ensemble devraient subir des pressions fortes sur les prix.
- La situation de Flag Systèmes et surtout de Ginkoia et de Serig est à l'opposé. Leur taux de création de valeur est très élevé. Ces trois sociétés portent la rentabilité du groupe.

- Nous observons enfin que les résultats relatifs à DL Négoce doivent être interprétés avec prudence. Le taux de création de valeur exceptionnel obtenu s'explique essentiellement par la faiblesse des capitaux engagés qui provient elle-même d'un report à nouveau négatif : la rentabilité est d'autant plus exceptionnelle que les pertes antérieures ont été importantes. On trouve ici une des limites de l'analyse en termes de Valeur Ajoutée Economique.

Ainsi, DL Software apparait aujourd'hui à un tournant stratégique. Son activité historique, centrée sur le secteur de la santé, dégage une rentabilité insuffisante pour rémunérer de façon équitable l'actionnariat. Ses performances reposent maintenant sur deux acquisitions récentes (Flag Systèmes et Serig) et sur celle de Ginkoia acquise en 2009. La rentabilité future du groupe dépendra de sa capacité à maîtriser cette évolution stratégique.

3.2.2 LEVIER FINANCIER ET SOLVABILITE

Le bilan fonctionnel du groupe se présente comme suit :

Bilan fonctionnel en k€	2012	2013	2014	2015	2016
Immobilisations d'exploitation	**2 868**	**3 063**	**3 047**	**3 184**	**2 746**
Ecarts d'acquisition	19 571	17 516	17 026	19 357	16 425
Relations - clientèle	975	860	746	631	516
Impôts différés	908	787	1 118	1 181	1 121
Participations	2	2	17	17	16
Trésorerie nette	-	-	-	-	13 416
Actifs hors exploitation	**21 456**	**19 165**	**18 906**	**21 187**	**31 495**
Actif économique	**24 324**	**22 227**	**21 954**	**24 370**	**34 240**
Capitaux propres	16 591	16 660	16 553	17 745	28 951
Provisions pour risques et charges	1 761	1 916	2 568	2 904	2 884
EFR	1 693	2 934	2 044	2 683	2 406
En % du CA	*3,7%*	*6,7%*	*4,6%*	*5,2%*	*4,9%*
Endettement net	4 279	717	789	1 038	-
Passif économique	**24 324**	**22 227**	**21 954**	**24 370**	**34 240**

L'actif économique se compose pour l'essentiel d'écarts d'acquisition hérités de la stratégie de croissance externe du groupe. Les immobilisations physiques ne sont pas très importantes et correspondent principalement à des agencements de locaux, du matériel informatique et une flotte de véhicules légers, la recherche et développement n'étant pas activés.

La Société, qui avait contracté un endettement bancaire pour financer ses acquisitions, s'est désendettée entre 2012 et 2016. L'endettement bancaire brut est ainsi passé de 21 M€ à 8 M€. En tenant compte de la totalité de la trésorerie, la Société est ainsi passée d'une situation d'endettement net de 4,3 M€ à un excédent de 13,4 M€ fin 2016, après la cession de Thelis.

Elle bénéficie d'un excédent de fonds de roulement qui se situe en fin d'année à un niveau relativement stable de 5% du chiffre d'affaires. Les créances clients représentent 64 à 100 jours de chiffre d'affaires, et le poste fournisseurs 50 à 70 jours du poste achats. Toutefois, l'analyse de l'actif circulant en données mensuelles fait ressortir de fortes variations du BFR d'exploitation en données consolidées qui dégage des ressources maximales au début de l'été et s'amenuise fortement à l'automne (à l'exception du mois de décembre) pour atteindre un niveau minimal en janvier, et même prendre une valeur positive (et constituer ainsi un besoin de fonds) de 82 K€ en janvier 2016. Ainsi, les données du mois de décembre qui figurent dans les bilans s'éloignent sensiblement de la moyenne, et surtout celle-ci n'a pas grande signification car elle recouvre de fortes disparités mensuelles qui interdisent de considérer l'excédent de fonds de roulement comme une source de financement permanente.

Au cours de la période sous revue, la trésorerie du groupe a toujours été très importante, à un niveau moyen d'environ 15 M€ de 2012 à 2015 et atteignant un maximum à 21 M€ en 2016 avec le produit de la vente de Thelis.

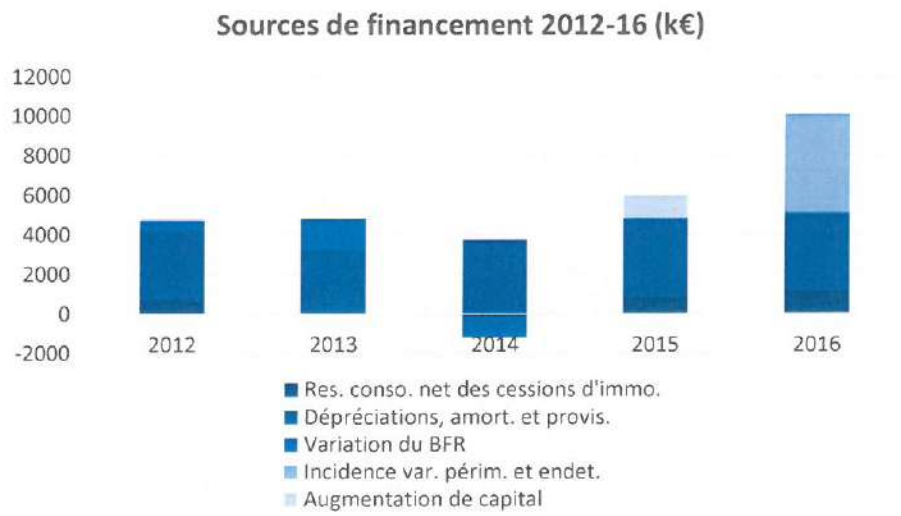
Ainsi, la structure financière de DL Software est particulièrement saine. Le levier financier est très faible, son impact sur la volatilité du taux de rendement des capitaux propres tout aussi réduit, la trésorerie est très abondante et le risque d'insolvabilité très faible. La cote de crédit de 3+ (sur une échelle allant par ordre décroissant de qualité de 3++ à 9) attribuée au groupe par la Banque de France en juin 2016 illustre cette appréciation.

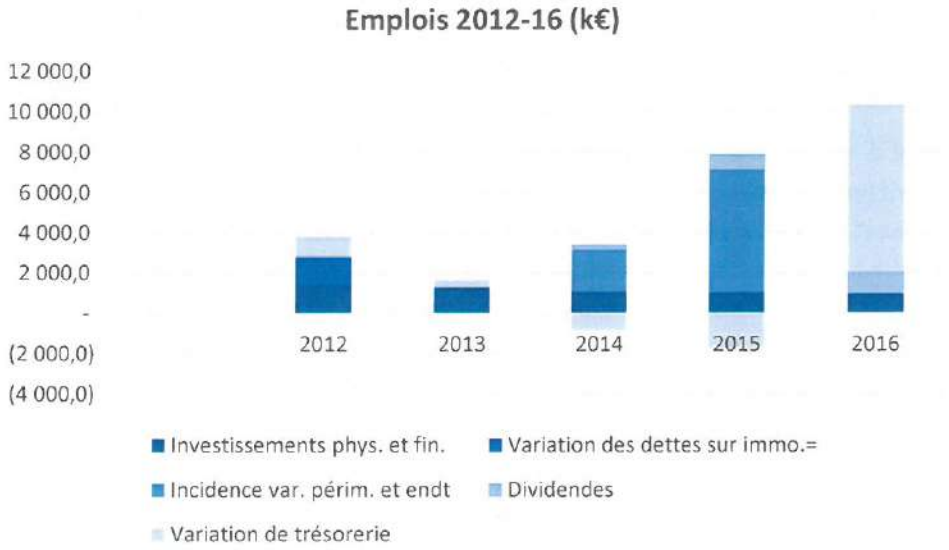
3.2.3 SOURCES DE FINANCEMENT ET EMPLOIS

Le tableau de financement évolue comme suit de 2012 à 2016 :

Tableau de financement en k€	2012	2013	2014	2015	2016	Cumul 13 - 16
Résultat net consolidé	612	134	(92)	1 048	12 141	13 231
Dépréciations et amortissements	1 201	1 159	1 259	1 210	1 015	4 644
Amortissement des écarts d'acquisition	2 055	2 055	2 095	2 557	2 595	9 302
Dotations nettes aux provisions	237	(143)	369	172	183	580
Résultat de cession d'immobilisations	84	(64)	(12)	(225)	(10 976)	(11 276)
Variation de l'impôt différé	(4)	90	26	(39)	8	85
Capacité d'autofinancement*	**4 186**	**3 231**	**3 645**	**4 724**	**4 965**	**16 566**
En % du CA	*9,2%*	*7,4%*	*8,2%*	*9,2%*	*10,1%*	*8,8%*
Variation du BFR brut (hors dettes sur immobilisations)	542	1 571	(1 083)	94	129	710
Investissements corporels et incorporels	(1 372)	(1 244)	(1 021)	(1 011)	(839)	(4 114)
Cessions d'actifs immobilisés	188	87	17	104	100	307
Investissements financiers nets	(60)	(19)	(37)	(16)	(118)	(189)
Variation des dettes sur immobilisations	(1 365)	-	-	38	(29)	9
Flux de trésorerie avant variations de périmètre et d'endettement	**2 119**	**3 627**	**1 520**	**3 933**	**4 208**	**13 289**
Incidence des variations de périmètre	-	-	(1 293)	(4 650)	10 354	4 410
Variation de l'endettement financier	(1 180)	(3 267)	(824)	(1 446)	(5 359)	(10 896)
Augmentations de capital en numéraire	88	-	-	1 159	-	1 159
Dividendes	(95)	(86)	(240)	(752)	(1 070)	(2 149)
Variation de l'autocontrôle	6	21	(28)	61	136	189
Variation de trésorerie	**938**	**295**	**(865)**	**(1 695)**	**8 268**	**6 002**
** CAF avant dotations nettes sur actifs circulants*						
Trésorerie nette des concours bancaires à l'ouverture	14 485	15 423	15 718	14 852	13 157	15 423
Trésorerie nette des concours bancaires à la clôture	15 423	15 718	14 852	13 157	21 425	21 425

Ces évolutions peuvent être synthétisées par les deux graphiques suivants :





L'essentiel des ressources provient de la CAF[3]. Les variations du BFR (qui est négatif et constitue donc une ressource) s'ajoutent à la CAF en 2014 qui connait conjointement une stagnation du chiffre d'affaires et un allongement du crédit client. En 2015, le groupe bénéficie d'une augmentation de capital par exercice de BSA accordés aux managers. L'année 2016 est marquée par la vente de Thelis et le surcroît de liquidités qui en résulte.

En matière d'emplois, le groupe réalise des investissements réguliers mais de taille modeste. Les dividendes restent mesurés compte tenu de l'ampleur des *cash flows*. Si l'on raisonne à périmètre constant, l'essentiel des emplois consiste en un remboursement des emprunts et une variation positive de la trésorerie qui atteint un niveau très important fin 2016 laquelle a permis de réaliser une nouvelle acquisition; la société Fastmag en mars 2017.

[3] Pour capacité d'autofinancement : somme du résultat net et des dotations pour dépréciations, amortissements et provisions nets, principalement des écarts d'acquisition, le montant des immobilisations corporelles étant faibles.

3.3 – Analyse du plan d'affaires

Le management du groupe DL Software propose un plan d'affaires couvrant la période 2017-2022. Ce plan est élaboré sur la base du périmètre actuel augmenté de l'acquisition de Fastmag sans prise en compte d'un quelconque effet de synergie.

Le plan d'affaires prévoit une croissance de l'activité du Groupe de 5,6% par an conduisant à une augmentation du chiffre d'affaires de 39% de 2017 à 2022. Cette prévision de croissance se décompose comme suit par entité opérationnelle :

	Taux de croissance annuel moyen du CA 2017 - 2022
DL SANTE	2,0%
DL NEGOCE	4,5%
GINKOIA	9,8%
CIM	7,8%
JUXTA	6,5%
FLAG SYSTEMS	5,0%
SERIG	6,5%
DL LEASE	0,1%

Pour certaines de ces entités, ces hypothèses paraissent relativement optimistes :

- DL Santé a affiché une forte décroissance de son activité de 2012 à 2016 alors que le contexte réglementaire incitait les laboratoires au regroupement. Cette entité risque de perdre le leadership sur son segment et subir pleinement la concurrence par les prix, alors qu'elle est en phase de déploiement (et de mise au point finale) de ses nouveaux produits. Dans ce contexte, une hypothèse de croissance de +2% parait optimiste ou, à tout le moins, relever d'un pari plus risqué que pour les autres entités ;
- la croissance de Ginkoia a été vive par le passé. Toutefois, une croissance au rythme de 9,8% par an conduit à une augmentation de 75% de l'activité en fin 2022, ce qui à nouveau parait une hypothèse optimiste ;
- Juxta et CIM sont supposés croître à des rythmes respectivement de 6,5% et 7,8%, alors que de 2012 à 2016 leur activité a été étale. Ici encore, cette hypothèse parait volontariste même si elle est étayée par le calendrier des lancements de nouveaux produits établi par le management.

En revanche, la croissance de Fastmag au taux annuel de 5,0% semble raisonnable au vu de ses performances récentes.

De façon cohérente avec ces hypothèses d'activité, le plan d'affaires prévoit un net redressement de la marge d'EBITDA[4] par rapport au CA (hors Fastmag) qui de 15,1% en 2016 passe à 21,9% en 2022. En effet, le levier opérationnel du groupe étant élevé, toute hypothèse d'évolution à la hausse de l'activité se traduit par une nette amélioration de l'EBITDA. En contrepoint, toute hypothèse d'activité un peu plus pessimiste aurait pour incidence une nette dégradation de cette marge.

La marge d'EBITDA par rapport au CA de Fastmag est supposée constante à 39,5% ce qui est prudent au vu de la croissance attendue.

[4] Après participation des salariés mais avant toutes charges classées en charges exceptionnelles sur opérations de gestion.

Les taux d'investissement par rapport aux chiffres d'affaires prévus de 2017 à 2021 sont en diminution par rapport à ceux constatés de 2012 à 2016, l'effort d'investissement de cette dernière période étant supposé être suivi d'une phase de déploiement des nouvelles solutions.

Le compte financier de 2017 à 2022 est cohérent avec la restructuration financière envisagée en 2017.

Au total, l'optimisme du plan d'affaires du Management porte principalement sur des hypothèses d'activité sans doute un peu optimistes. Il sera retenu comme scénario central lors de l'évaluation de la Société au cours de la section suivante, mais des scénarios alternatifs dégradés seront aussi envisagés.

4. TRAVAUX D'EVALUATION

Conformément aux dispositions du règlement général et aux recommandations de l'AMF en matière d'expertise indépendante, le prix d'une offre s'apprécie en fonction d'un ensemble de références et de valeurs déterminées par la mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritères. Nous avons identifié les critères et les méthodes jugés pertinents au cas d'espèce.

4.1 Données financières servant de base aux méthodes d'évaluation

4.1.1 NOMBRE DE TITRES

Le capital de la Société se compose de 4 869 053 actions ordinaires. A fin décembre 2016[5], le nombre d'actions d'autocontrôle s'établit à 19 502 titres, dont 334 au titre du contrat d'animation de cours. Les autres actions auto-détenues ont vocation soit à couvrir un plan d'actions gratuites représentant 12 700 actions en cours d'acquisition par des cadres de la Société, soit à constituer une ligne de placement pérenne. Pour l'estimation de la valeur d'une action DL Software, nous retenons un nombre d'actions égal à 4 862 251, ajusté de l'autocontrôle et des actions gratuites, sur la base des données figurant dans le tableau ci-après.

Nombre d'action ajusté de l'autocontrôle	
Nombre d'actions émises	4 869 053
Titres détenus pour la régulation de cours 31/12/2016	*(334)*
Titres de couverture des plans d'actions gratuites	*(13 200)*
Actions gratuites en cours d'acquisition	*12 700*
Autres titres d'auto - contrôle	*(5 968)*
Sous-total des ajustements	(6 802)
Nombre d'actions ajusté de l'auto - contrôle	**4 862 251**

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

La valeur d'entreprise (VE) correspond dans nos travaux à la valeur vénale des actifs d'exploitation résultant de la combinaison des facteurs de production, telle qu'elle peut être estimée par les méthodes d'évaluation, i.e. l'approche intrinsèque (DCF) et les méthodes analogiques (multiples boursiers et de transactions). Pour calculer la valeur des capitaux propres part du groupe de DL Software (VFP), il convient d'ajouter à la VE la valeur des actifs éventuels ne concourant pas à la formation du résultat d'exploitation (tels les actifs de trésorerie) et de retrancher les passifs et la valeur des intérêts minoritaires.

En l'espèce, ce calcul présente les trois particularités suivantes :

- La trésorerie susceptible d'être employée au remboursement des dettes financières est inférieure aux montants figurant dans les comptes annuels. En effet, cette dernière provient en partie d'un excédent de fonds de roulement (EFR) suivant un cycle saisonnier. Seul l'encours d'étiage de cette trésorerie pourrait ainsi être utilisé au remboursement de la dette financière ou au financement d'un investissement, le surplus moyen de l'encours de trésorerie ne devant s'appréhender selon nous qu'au travers des revenus de placement qu'il génère. Il convient toutefois d'indiquer que dans la mesure où la trésorerie nourrie d'EFR résulte principalement des avances consenties par la clientèle (produits constatés d'avance) et des dettes sociales (auprès des salariés et des organismes sociaux), il nous semble que son utilisation à des fins d'investissement, de désendettement voire de distribution exceptionnelle

[5] Date choisie en cohérence celle de la trésorerie consolidée (cf. § 4.1.2 relatif à la trésorerie d'autocontrôle).

aux actionnaires, serait un acte de nature à dégrader le crédit de la société auprès de ses créanciers comme des autres parties prenantes au projet de l'entreprise. Pour ces raisons, nous retenons en hypothèse centrale, un encours de trésorerie calculé hors EFR à fin décembre 2016, soit 11,01 M€.
En effet, comme exposé au paragraphe 3.2.2, de par le caractère erratique de ses encours mensuels, l'EFR de la Société ne peut être considéré comme une source de financement permanente.

- L'ajustement du nombre de titres par la prise en compte de l'autocontrôle, implique de ne pas tenir compte de la valeur de ces actions dans les placements de l'entreprise[6]. Pour cette raison, nous ajustons l'encours de trésorerie de 0,24 M€ ;
- Il convient de tenir compte de l'acquisition de la société Fastmag intervenue début mars 2017 et de son impact sur la trésorerie. Dans nos approches centrales, nous privilégierons le calcul d'une VE incluant les prévisions financières de cette nouvelle filiale. Dans cette optique, la trésorerie de la Société est ajustée du prix d'acquisition de Fastmag, lequel est diminué de la trésorerie de cette dernière, et hors le cash flow du premier trimestre 2017, dans la mesure où Fastmag sera intégrée à la prévision de flux annuelle 2017. Cette approche conduit à réduire la trésorerie à fin 2016 d'un montant de 13,08 M€.

Passage de la VE à la V(FP) pdg	M€	€/action
Trésorerie excédentaire au 31/12/2016	**11,01**	**2,26**
Titres d'auto - contrôle en VMP au 31/12/2016	(0,24)	(0,05)
Engagments de retraite après impôt	(1,64)	(0,34)
Autres provisions	(0,18)	(0,04)
Prix d'acquisition de Fastmag	(14,05)	(2,89)
Trésorerie acquise dans Fastmag	0,97	0,20
Intérêts minoritaires	(0,00)	(0,00)
Somme des ajustements	(15,13)	(3,11)
Position bilancielle ajustée	**(4,12)**	**(0,85)**

4.2 Méthodes ou références non retenues

4.2.1 ACTIF NET

La prise en compte de l'actif net comptable n'est appropriée que dans l'hypothèse où les valeurs comptables des actifs et des passifs sont identiques à leurs valeurs vénales, pour autant que l'arrêté de compte soit suffisamment proche de la date d'évaluation et que l'évaluation séparée desdits actifs et passifs soit préférable à une évaluation globale fondée sur la combinaison des facteurs de production. En l'espèce, les actifs de la Sociétés ne sont pas réputés être comptabilisés en valeur de marché. Pour mémoire, les capitaux propres part du groupe, avant répartition du bénéfice, s'établissent à fin 2016 à 5,95 € par action.

4.2.2 VALEUR MATHEMATIQUE, ANR ET SOMME DES PARTIES

La Société ne détient pas d'actifs dont il serait préférable d'estimer individuellement la valeur plutôt que globalement dans l'hypothèse de leur combinaison avec les autres facteurs de production. Par conséquent, la méthode de « l'actif net réévalué », ou le calcul de la « valeur mathématique » telle que défini par

[6] En normes comptables française, les titres d'autocontrôle n'ont pas à être annulés systématiquement contrairement aux normes IFRS. En l'espèce, la destination d'une partie des titres au service du plan d'actions gratuites donne lieu à une provision pour risques.

l'administration fiscale, ne seront pas mis en œuvre, l'évaluation de la Société consistant essentiellement dans la détermination de son goodwill, ce qui sera établi par la méthode du DCF.

Par ailleurs, nous ne disposons pas à notre avis de données qui permettraient ou qui justifieraient, de mener à bien les évaluations séparées de chacune des branches d'activité de la Société. En effet, les calculs de contributions aux prévisions auraient un caractère largement arbitraire et nous ne serions pas en mesure de justifier l'application de multiples boursiers ni de transaction spécifiques. Par ailleurs, nous ne serions pas non plus en mesure de déterminer un coût du capital qui soit plus favorable aux actionnaires minoritaires. En effet, (voir infra le calcul du taux d'actualisation), l'évaluation distincte de chaque branche induirait une augmentation du coût des fonds propres en raison i) de la perte du bénéfice de la diversification sectorielle et ii) de la réduction de la taille des objets évalués séparément (comparativement à leur taille agrégée). Pour ces raisons, nous ne procéderons pas à une évaluation par la « somme des parties ».

4.2.3 METHODE DE LA SURVALEUR OU DU GOODWILL

Cette méthode consiste à évaluer le goodwill à partir de l'actualisation de la fraction de bénéfice dépassant la rémunération exigée des capitaux engagés finançant les actifs immobilisés et le besoin en fonds de roulement. DL Software n'ayant pas d'actifs immobilisés significatifs inscrits à son bilan en dehors d'écarts d'acquisition, cette méthode serait ramenée à un calcul de rente sur fonds propres. On peut démontrer que cette approche est qui plus est redondante avec celle du DCF.

4.2.4 VALEUR ISSUE DES OPERATIONS D'APPORT ET D'AUGMENTATION DE CAPITAL

Les actions de la Société détenues directement par monsieur Lemaire et celles détenues par monsieur Drouin au travers de la société Phoenix, représentant 63 % du capital, ont été apportées en octobre 2015 à DL Invest, la holding de contrôle commune des deux dirigeants. Cet apport est selon nous trop ancien et de moindre portée que la transaction qui motive la présente Offre car il n'a pas modifié le contrôle de la Société. Par conséquent, nous ne retenons pas cette référence dans le cadre de la présente évaluation.

4.2.5 REFERENCE AUX MULTIPLES ISSUS DE LA CROISSANCE EXTERNE DE DL SOFTWARE

Si l'on s'en tient aux acquisitions faites par DL Software après 2009, exercice qui a correspondu à un bas de cycle en termes de multiples de transaction en France pour les PME et les ETI, alors les 5 opérations que nous recensons, entre l'acquisition de Juxta en 2010 et celle de Fastmag en 2017, font ressortir des multiples d'EBITDA compris entre 3,6x et 6,3x. Ces multiples sont inférieurs à celui issu de la présente Offre, lequel s'établit avant complément de prix à 11,4X. Un tel écart, s'il illustre un savoir – faire indéniable en matière d'acquisition, s'explique aussi selon nous par la taille réduite des cibles acquises dont les VE s'étagent entre 3 M€ et 14 M€, ce qui rend ces multiples non pertinents pour évaluer la Société dans son ensemble.

D'autre part, il convient de relever que la cession de Thelis et de sa filiale a été réalisée sur la base d'un multiple d'EBITDA de 10x, lequel est plus proche de celui résultant de la présente Offre. Néanmoins, il nous semble hasardeux d'extrapoler la valeur de l'ensemble de la Société à partir de cette unique cession portant sur un segment d'activité très particulier, le management n'ayant pas une stratégie d'extériorisation de plus-value régulière reposant sur la rotation systématique de son portefeuille d'actifs.

Pour ces raisons, nous ne retenons pas les multiples de transactions issus des opérations de croissance externe réalisées par la Société.

4.2.6 METHODES BASEES SUR LE DIVIDENDE

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

La méthode du rendement est un multiple inversé basé sur le dividende. Elle suppose i) que le dividende présente un certain pouvoir prédictif quant aux capacités bénéficiaires futures des sociétés et ii) une certaine homogénéité des taux de distribution au sein des sociétés comparables. Pour notre part, nous considérons que le taux de distribution est une variable trop discrétionnaire pour offrir un multiple suffisamment fiable. Pour cette raison, nous lui préférons les multiples plus classiques basés sur des soldes intermédiaires de gestion et que nous mettrons en œuvre dans le cadre des approches analogiques.

S'agissant de la méthode de l'actualisation des dividendes, laquelle peut sembler plus fine que la précédente, sa principale limite réside dans la difficulté à justifier une distribution sous-optimale des cash flows libres pour l'actionnaire et de positionner à un horizon plutôt qu'à un autre le moment de la distribution des excédents de trésorerie ainsi accumulés. Nous préférons à cette approche le modèle DCF qui lie le coût du capital à la capacité distributive totale des sociétés.

Pour information, les dividendes distribués au titre des bénéfices 2012 à 2015 ont varié entre 0,16 € et 0,22 € par action. Selon nos calculs, ces dividendes font ressortir :

- rapportés au bénéfice corrigé par action[7], un taux de distribution moyen de près de 32 %,
- rapportés aux cours de clôture des exercices au titre desquels ils sont établis, un rendement moyen de 2,2 %.

Il convient de relever qu'il n'est pas proposé de mise en distribution d'un dividende au titre du bénéfice 2016.

4.3 Méthodes et références retenues

4.3.1 COURS DE BOURSE

a) performances boursières

L'action DL Software (FR0010357079 – ALSDL) a été introduite en bourse en avril 2007 sur Alternext. Le graphique suivant retrace, sur les 60 derniers mois, l'évolution du cours de clôture de l'action et de l'indice CAC Small, jusqu'au 21 février 2017, soit la veille de l'annonce de l'entrée en négociation exclusive pour la cession du contrôle de la Société.

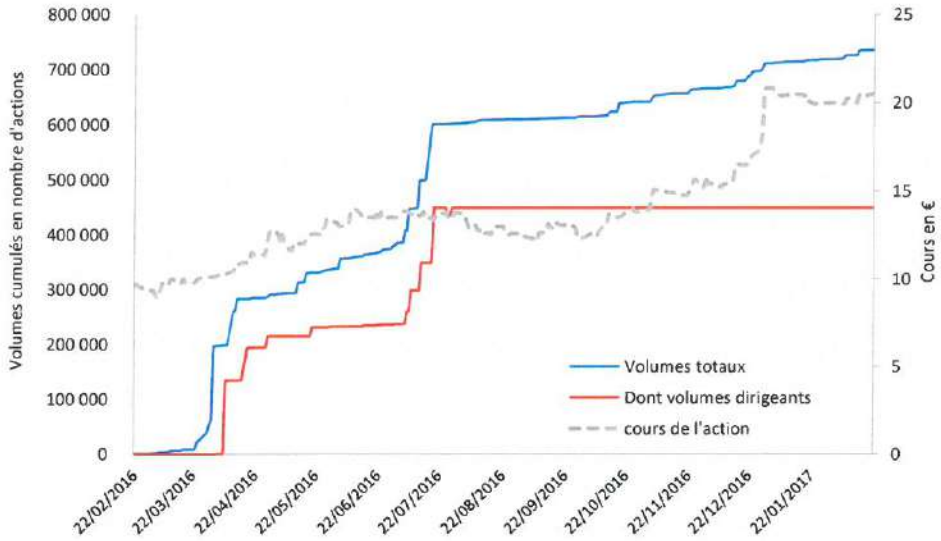
[7] Bénéfice consolidé part du groupe, avant résultat de cession d'actifs immobilisés et avant amortissement des écarts d'acquisition.

Renvois	Dates	Evénements
0	22/02/2012	Publication du chiffre d'affaires annuel 2011 en progression de 4,4%.
1	21/03/2012	Résultats 2011: diminution du résultat d'exploitation de 17,6% par rapport à l'exercice 2010.
2	16/05/2012	Chiffre d'affaires du premier trimestre 2012 en hausse de 2,3% témoignant d'une reprise de la croissance.
3	24/10/2012	S1 2012: une hausse du chiffre d'affaires de 1,6% et du résultat d'exploitation de 3% par rapport à l'exercice précédent.
4	27/03/2013	Résultats 2012: hausse du résultat d'exploitation de 4% et stabilité de l'activité.
5	28/08/2013	Publication du chiffres d'affaires du S1 2013 en retrait de 7,8% par rapport au S1 2012.
6	23/10/2013	Baisse du résultat d'exploitation de 29% sur le premier semestre 2013, expliquée par le renforcement volontaire de l'activité de R&D.
7	20/11/2013	Evolution favorable de l'activité sur le T3 2013, avec une légére croissance du chiffre d'affaires de 1,2%.
8	26/02/2014	Annonce du CA 2013 en baisse de 4,6% par rapport à 2012.
9	26/03/2014	Résultats 2013 : un résultat avant amortissement des survaleurs en recul de 19%.
10	15/10/2014	S1 2014: un chiffre d'affaires en recul de 1,8% et un résultat d'explitation en baisse de 18%, impacté par la hausse des investissements en R&D (20% du CA du semestre).
11	21/10/2014	Début des opérations d'acquisitition de titres par les dirigeants de DL Software.
12	19/11/2014	T3 2014: Baisse de l'activité de 17% par rapport au T3 2013.
13	12/02/2015	Acquisition de la totalité du capital de FLAG SYSTEMES.
14	25/03/2015	Résultats 2014: progression de l'activité de 2,5%, intégrant l'aquisition de FLAG SYSTEMES qui contribue à hauteur de 2% au CA de l'année.
15	13/05/2015	Annonce d'un chiffre d'affaires du T1 2015 en hausse de 9,9% et de l'acquisition de SERIG, leader du logiciel de gestion pour les entrepositaires grossistes en boisson.
16	26/08/2015	Croissance du CA semestriel de 15,9%, portée par l'intégration sur l'ensemble du semestre de FLAG SYSTEMES acquis fin 2014 et par la contribution de SERIG.
17	14/10/2015	S1 2015: un résultat net avant amortissement des survaleurs en progression de 45%, par rapport à 2014.
18	18/11/2015	Publication du chiffre d'affaires du T3 2015 en hausse de 15,8% par rapport au T3 2014.
19	22/02/2016	Signature d'un protocole d'accord en vue de la cession de THELIS, spécialiste des solutions de gestion de l'hôtellerie de plein air, au groupe SEQUOIASOFT.
20	23/03/2016	Résultats 2015: croissance du CA de 15,3% et du résultat d'exploitation de 37,8%, par rapport à l'exercice 2014.
21	11/05/2016	T1 2016: le CA ressort en progression de 11% par rapport au T1 2015.
22	25/07/2016	Arrêt des opérations d'acquisitions d'actions par les dirigeants.
23	12/10/2016	S1 2016: hausse de l'activité de 3% et du résultat net part du groupe avant amortissement du goodwill du fait de la cession de THELIS (plus-value de cession de 10,9 m€).
24	29/12/2016	Recommandation de DL Software par le bureau d'analyse indépendant, IdMidCaps, lors de l'émission "Intégrale Placements" sur BFM Business, avec un obectif de cours à court terme de 20€.

Comme l'indique le graphique, entre février 2012 et février 2016, la performance du titre est en ligne avec celle de l'indice boursier, la vie du titre ayant été ponctuée par les publications successives et les opérations de croissance externe. On note que l'exercice 2014 et le 1er semestre 2015 ont été plutôt décevants en termes boursiers, ce qui est normal compte tenu de l'érosion des marges opérationnelles constatée dans les comptes consolidés 2013 et 2014, le redressement de la rentabilité n'ayant pu être pleinement intégré qu'à l'issue de la publication des comptes semestriels 2015.

A partir de 2016, le cours de DL Software surperforme nettement l'indice, les résultats de la Société continuant à s'améliorer alors que la cession de Thelis a été réalisée dans d'excellentes conditions. C'est dans ce contexte, alors que le cours de l'action fin mars 2016 ressort à 10 €, que les deux fondateurs ont choisi de renforcer leur participation, en acquérant près de 450 000 titres entre avril et fin juillet 2016, ce qui représente environ 9 % du capital. Comme l'indique le graphique ci-après, les achats nets réalisés par les deux dirigeants via la société holding DL Invest, ont représenté jusqu'à 75 % des volumes cumulés échangés au cours des 12 derniers mois. Ces achats ont sans nul doute contribué à la hausse du cours, lequel est passé de 10 € à 13,4 € de fin mars à fin juillet 2016.

Part des dirigeants dans les volumes cumulés et cours sur 1 an



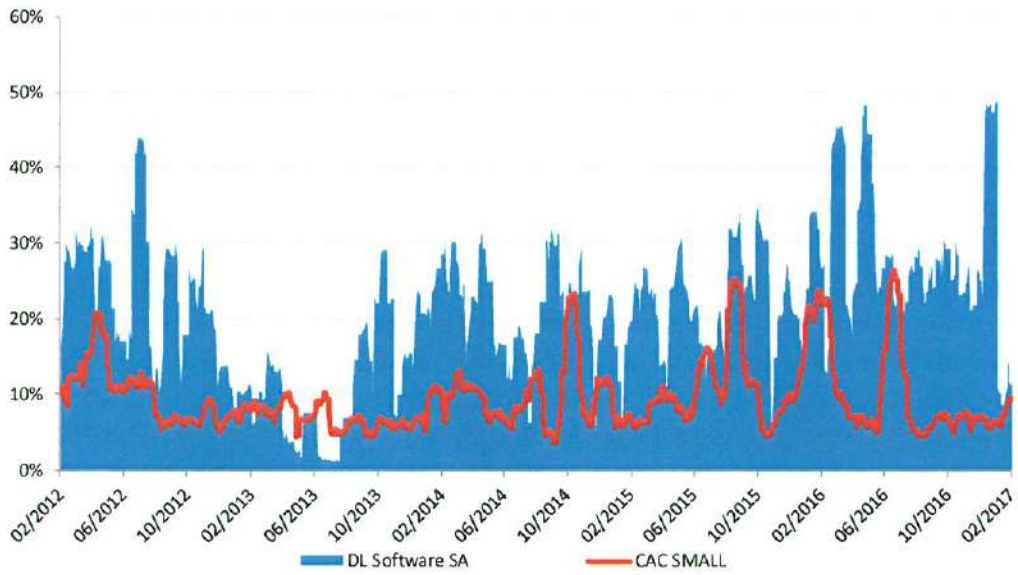
L'arrêt, fin juillet 2016, des achats de titres par les fondateurs s'est traduit par une baisse temporaire du cours, qui s'est interrompue après la publication des résultats semestriels, le cours retrouvant son niveau de 13,4 € le 13 octobre 2016. Il enregistre ensuite une progression quasi ininterrompue, avec une forte accélération en fin d'année, le 29 décembre correspondant à la diffusion auprès d'un large public de la recommandation d'achat du bureau d'analyse indépendant IDMidCaps, lors du passage de son directeur général sur BFM Business[8], ce dernier ayant émis l'hypothèse d'un scénario de cession de la société, voire d'un retrait de la cote, au vu du renforcement de la participation des Fondateurs au capital de la Société et de l'orientation favorable de son activité.

b) Volatilité du titre

Le graphique suivant permet de comparer la volatilité de l'action DL Software à celle de l'indice des PME-ETI cotées par Euronext, le CAC Small. Les volatilités sont calculées sur une période glissante de 20 jours de bourse et annualisées.

[8] A l'émission matinale « Intégrale Placements » de 10h, rubrique « Pépites et Pipeaux ».

Volatilité annualisée sur 5 ans



Hormis quelques rares périodes, la volatilité de DL Software est bien sûr supérieure à celle de l'indice de référence. Par ailleurs, on observe que la volatilité du titre et celle de l'indice sont rarement synchrones, ce qui est souvent le cas pour les sociétés cotées de petite taille et faisant l'objet d'un suivi boursier limité.

Au cours de l'année 2016, les trois pics de volatilité observés correspondent aux dates et événements suivants :

- 7 mars au 5 avril 2016 : communication des résultats 2015 ;
- 4 au 25 mai 2016 : communication des résultats du T1 2016 ;
- 29 décembre 2016 au 25 janvier 2017 : émission de BFM Business.

Les plus fortes variations de cours observées en 2016 sont donc concomitantes à la communication au marché boursier de nouvelles informations propres à la Société.

On relève aussi qu'à compter du 26 janvier 2017, la volatilité chute fortement au niveau d'environ 10% auquel elle restera jusqu'au 21 février. Cette stabilité des cours suggère l'idée d'une homogénéisation des anticipations des investisseurs quant aux perspectives du groupe DL Software et à la valeur de son titre.

S'agissant enfin de la volatilité du cours de DL Software par rapport à celle de ses pairs, sur longue période, celle-ci apparait inférieure à celle de la moyenne des sociétés comparables. Toutefois, au cours du 2nd semestre 2016, elle lui devient légèrement supérieure, pour la dépasser plus nettement en décembre 2016 et lui devenir très inférieure de la fin janvier à la fin février 2017. Cette évolution est cohérente avec l'hypothèse d'une croissance de l'hétérogénéité des anticipations avec le redressement du groupe et l'émergence d'un scénario de cession, puis d'une stabilisation dans l'attente d'un dénouement de la restructuration en cours.

Le tableau suivant résume les informations :

Volatilité	au 21/02/2017							
	20 jours	60 jours	6 mois	1 an	2 ans	3 ans	4 ans	5 ans
Coheris SA	35,16%	34,05%	32,20%	30,38%	31,81%	31,78%	37,34%	36,86%
Medasys SA	45,11%	47,07%	43,63%	104,28%	79,10%	72,96%	67,42%	64,49%
Solteq Oyj	24,65%	22,59%	24,81%	30,30%	34,90%	31,52%	30,74%	31,05%
Visiativ SA	42,61%	31,73%	26,80%	38,54%	39,73%	n.a.	n.a.	n.a.
Generix SA	24,41%	19,43%	16,95%	21,60%	26,20%	36,97%	37,02%	40,63%
Prodware SA	16,44%	18,93%	20,08%	32,95%	34,34%	36,14%	35,18%	34,04%
TXT e solutions SpA	39,54%	33,91%	28,57%	26,94%	26,56%	28,52%	30,27%	30,24%
GK Software AG	14,15%	28,56%	30,53%	30,66%	29,83%	29,41%	30,41%	29,74%
Pharmagest Interactive SA	22,37%	16,81%	23,60%	23,43%	26,33%	26,12%	26,47%	25,16%
Cegedim SA	34,89%	37,33%	34,47%	36,11%	35,26%	35,40%	35,63%	38,29%
Axway Software SA	13,35%	20,86%	19,75%	26,03%	26,28%	26,47%	26,72%	26,56%
Compugroup Medical SE	13,06%	14,93%	20,99%	24,46%	31,05%	29,74%	31,02%	30,71%
DL Software SA	**11,49%**	**32,14%**	**29,12%**	**31,15%**	**28,00%**	**26,22%**	**24,14%**	**24,19%**
Moyenne	**25,94%**	**27,57%**	**27,04%**	**35,14%**	**34,57%**	**34,27%**	**34,36%**	**34,33%**
Moyenne hors extrêmes	**25,51%**	**26,94%**	**26,45%**	**30,09%**	**31,28%**	**31,22%**	**32,08%**	**32,33%**
Médiane	**24,41%**	**28,56%**	**26,80%**	**30,38%**	**31,05%**	**30,63%**	**30,88%**	**30,88%**

c) Objectifs de cours des analystes

A note connaissance, l'action DL Software est suivie par Invest Securities et par IDMidCaps.

- avant annonce de l'entrée en négociation pour la cession du contrôle, l'objectif de cours d'Invest Securities publié le 13 janvier 2017, s'établissait à 18 €, comparé à un cours de 20,5 €, avec une recommandation de prise de gains ;
- pour sa part, IDMidCaps mentionnait le 29 décembre 2016 un objectif de cours de 20 € à court terme, avec une perspective à moyen terme pouvant aller jusqu'à 25 € en fonction du scénario, lequel présentait « un côté spéculatif » s'entendant sur un horizon moyen terme.

Selon ces analyses, la valeur potentielle du titre se situait donc à court terme entre 18 € et 20 €. Dans la perspective d'un changement de contrôle, Invest Securities a recommandé d'apporter. Nous rappelons qu'Invest Securities est liée par un contrat d'animation à la Société et est établissement présentateur de l'Offre.

d) Cours moyens de référence

Avant le 29 décembre 2016, soit le jour précédent l'émission de BFM Business, les moyennes de cours se situaient entre 14 € et 16,7 €, comme indiqué dans le tableau ci-après. Ces dernières constituent selon nous des fourchettes de référence pour apprécier la valeur du titre hors contexte spéculatif, encore que, comme nous l'avons mentionné précédemment, le renforcement des fondateurs au capital de la Société ait été parfaitement connu à cette date.

Calculs au 28/12/2016	Cours le plus haut	Cours le plus bas	Cours Moyen pondéré*	Volume échangé	Volume moyen quotidien	% capital échangé	% flottant échangé	Jours de cotation
6 mois	18,20	12,17	13,96	327 228	2 517	6,72%	38,32%	100%
3 mois	18,20	12,30	15,25	87 275	1 364	1,79%	11,44%	100%
20 jours de bourse	18,20	14,98	16,65	35 927	1 796	0,74%	4,71%	100%
Spot*	18,20	17,35	18,06	4 314	4 314	0,09%	0,57%	100%

* Moyennes pondérées par les volumes. Sources : Euronext, rapports annuels et déclarations des dirigeants.

Les moyennes de cours arrêtées au 21 février 2017 ainsi que les volumes échangés sont résumés dans le tableau ci-après :

Calculs au 21/02/2017	Cours le plus haut	Cours le plus bas	Cours Moyen pondéré*	Volume échangé	Volume moyen quotidien	% capital échangé	% flottant échangé	Jours de cotation
24 mois	22,50	6,78	10,48	1 508 113	2 934	31,90%	143,43%	100%
12 mois	22,50	8,74	12,63	736 065	2 842	15,38%	81,62%	100%
6 mois	22,50	12,17	16,44	126 108	963	2,59%	16,53%	100%
3 mois	22,50	14,76	17,94	78 858	1 213	1,62%	10,34%	100%
20 jours de bourse	20,98	19,71	**20,03**	17 881	894	0,37%	2,34%	100%
Spot*	20,48	20,48	20,48	20	20	0,00%	0,00%	100%

* Moyennes pondérées par les volumes

Sources : Euronext, Thomson Reuters, rapports annuels et déclarations des dirigeants.

Les 20 derniers jours de bourse se caractérisent par une stabilisation du cours autour de 20 €, avec une moyenne pondérée par les volumes à 20,03 €, une très forte réduction de la volatilité et une nette diminution du volume moyen échangé. Ce cours moyen est cohérent avec les objectifs de cours des analystes à court terme et il intègre selon toute vraisemblance une dimension spéculative.

Dans le cadre de nos travaux, nous privilégions la moyenne des cours pondérée par les volumes, calculée sur les 20 séances précédant l'annonce des négociations pour le changement de contrôle, soit 20,03 €. Durant cette période, le cours de bourse a varié entre 19,71 € et 20,98 €.

Par rapport au cours moyen de référence de 20,03 €, les prix offerts de 22,06 € et de 23,06 € font ressortir respectivement des primes de 10,15 % et 15,14 %. Ces mêmes prix comparés aux cours extrêmes relevés sur cette période conduisent à des primes comprises entre 5,1 % et 17 %.

	Sur 20 séances jusqu'au 21 février 2017 inclus		
Primes offertes par rapport aux cours	Cours minimum	Moyenne pondérée	Cours maximum
Prix offerts	19,71 €	20,03 €	20,98 €
22,06 €	11,92%	10,15%	5,15%
23,06 €	17,00%	15,14%	9,91%

4.3.2 TRANSACTION RECENTE MOTIVANT L'OFFRE ET ACCORDS LIES A L'OFFRE

a) Processus de cession

Comme indiqué en partie 1, 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 par transparence un prix 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. Dans ce cadre, la banque-conseil a contacté en octobre et novembre 2016, 23 acquéreurs potentiels, tous fonds de *private equity*, sur lesquels 21 ont reçu un *Information Memorandum* après avoir signé un accord de confidentialité. Dix-sept investisseurs n'ont pas donné suite au processus en invoquant principalement un cours de bourse déjà élevé et l'absence de synergies identifiées.

Fin décembre 2016, quatre compétiteurs dont 21 Centrale Partners ont présenté des offres indicatives au cours d'un premier tour d'enchères et ont eu accès à une *dataroom* contenant des informations confidentielles sur la Société et les holdings de contrôle. Les candidats à l'acquisition ont ensuite présenté des offres améliorées jusqu'à la remise d'une offre ferme la mieux-disante de la part de 21 Centrale Partners le 17 février 2017 conduisant à l'entrée des parties en négociations exclusives le 22 février 2017. A 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.

Sur la base de l'ensemble des éléments précédemment développés, il nous apparaît donc que la présente Offre résulte d'un processus compétitif d'enchères mené dans des conditions normales de concurrence entre professionnels du secteur. Le prix 22,06 € par action DL Software payé pour l'acquisition du contrôle constitue selon nous une référence forte de valorisation. Il a été accepté par l'ensemble des Fondateurs et des managers du Groupe. Il est identique à celui proposé dans l'Offre aux actionnaires minoritaires ; il n'extériorise donc pas de prime mais fait bénéficier le public de la prime de contrôle.

b) Conditions de réinvestissement des Fondateurs et des managers

Afin de nous assurer que le principe d'égalité de traitement entre les actionnaires a été respecté, nous avons analysé les conditions de réinvestissement des Fondateurs et des managers. Ces analyses ont porté sur les documents détaillés au paragraphe 2.4 regroupés sous le terme « Accords ».

En premier lieu, nous relevons que les cessions et apports portant sur les titres des sociétés contrôlés par les Fondateurs ont été réalisés à un prix par transparence égal à celui par action DL Software proposé par l'Offre aux actionnaires minoritaires, soit 22,06 €.

Nous observons ensuite que les titres (les actions ordinaires ou AO, les actions de préférence ou ADP et les obligations convertibles en actions de préférence ou OCADP) remis par DLPV Software en rémunération des actions Phoenix et DL Invest apportées sont assortis de bons d'attribution d'actions (les BAA). Ces BAA ne sont exerçables qu'en cas de versement d'un complément de prix lié à l'obtention par l'Initiateur de 95 % du capital ou des droits de vote de DL Software, ou en cas de présentation dans les douze mois d'une nouvelle offre à un prix supérieur à celui de la présente Offre. Ils visent à octroyer à leurs bénéficiaires un nombre de titres égal à la différence entre le nombre de titres qui auraient été émis si les apports avaient été réalisés avec un prix par action DL Software révisé, et le nombre de titres émis en rémunération de l'apport. Dans les deux cas, ce mécanisme bénéficie aux actionnaires de Phoenix et de DL Invest s'agissant des actions cédées, ainsi qu'aux actionnaires minoritaires ayant présenté leurs actions DL Software à l'Offre dans le cadre de la procédure de semi-centralisation.

Par ailleurs, l'analyse des Accords montre qu'une partie des apports sont rémunérés en ADP (ou OCADP aux caractéristiques semblables) émises par DLPV Software. L'émission de cette catégorie d'actions est liée à la volonté des parties d'aligner les intérêts des Fondateurs avec ceux des Investisseurs, étant rappelé que les ADP sont émises dans une proportion dans le capital égale ou inférieure (en fonction des bénéficiaires) à celle des OCA Investisseurs. En effet, les ADP qui bénéficient d'un dividende prioritaire préciputaire cumulatif égal à 8 % de leur valeur de souscription mais sont privées de droit de vote, répliquent la rémunération des OCA souscrites par les Investisseurs dont elles partagent le profil de titres de créance dans la mesure où elles ne bénéficient pas de la plus-value (ou de la moins-value) en cas de cession. Toutefois, de même que les OCA, la conversion des ADP en AO est possible mais seulement dans des cas spécifiques tels que l'introduction en bourse de DLPV Software. Le taux d'intérêt des ADP de 8 %, nous paraît cohérent en comparaison de celui réclamé par les établissements

finançant l'opération (de l'ordre de 7,25 %) étant précisé que le plan de financement qui nous a été communiqué ne permet pas le versement du dividende prioritaire avant la fin de l'horizon d'investissement anticipé ce qui fait de la rémunération des ADP une modalité de répartition de l'éventuelle plus-value de sortie entre les Fondateurs et les Investisseurs. Enfin, les ADP et les OCA ont un rang de subordination inférieur à celui des obligations simples.

Les Fondateurs bénéficient également d'un droit de retrait en cas de désaccord portant sur des décisions importantes relatives à DLPV Software leur permettant de demander le rachat de leurs titres sur la base d'une valeur de la société égale à 11,4 x EBITDA-Dette. Cependant, cette formule ne nous apparaît pas garantir un prix de sortie dans la mesure où l'EBITDA à la date de l'exercice du droit de retrait n'est pas connu et où l'engagement de rachat des Investisseurs n'est qu'une obligation de moyens et non une promesse d'achat. Par ailleurs, le multiple d'EBITDA retenu pour la procédure de retrait est égal à celui extériorisé par la présente Offre sur l'agrégat 2016 (hors complément de prix lié à l'obtention de 95 % du capital ou des droits de vote de DL Software).

Parmi les autres éléments d'analyse, il convient de relever que les Fondateurs :

- s'interdisent de céder leurs titres pendant une durée de 3 ans ;
- peuvent se voir imposer par les Investisseurs en cas de préjudice une réduction de prix limitée à 8 % de la fraction du prix total payée en numéraire après prise en compte d'une franchise de 150 K€ ;
- ont signé un engagement de non-concurrence de 12 mois et un engagement de non sollicitation de 24 mois, à compter de la fin de leur mandat ; en contrepartie de l'engagement de non-concurrence, ils percevront 70 % de leur rémunération annuelle au cours des 12 mois précédant la cessation de leurs fonctions ;
- verront leur rémunération maintenue à leur niveau actuel.

S'agissant des managers, le mécanisme d'intéressement envisagé nous paraît classique (*ratchet*, avec rétrocession croissante de la plus-value des Investisseurs en fonction du multiple de sortie, assorti de promesses de vente et d'achat dont le prix est conditionnée par la situation du manager (*good, medium ou bad leaver*) concerné lors de la cessation de ses fonctions). Il faut toutefois noter que les Fondateurs ne contribuent pas à cette répartition de l'éventuelle plus-value future, prise en charge par les seuls Investisseurs. Cependant, cette répartition qui s'opère entre les Investisseurs et les managers, n'a pas non plus d'incidence sur la situation des actionnaires minoritaires.

In fine, compte tenu des documents portés à notre connaissance, nous n'avons pas identifié d'élément susceptible de remettre en cause l'égalité de traitement des actionnaires.

4.3.3 EVALUATION PAR LA METHODE DU DCF

a) Prévisions

Nos travaux sont basés sur les prévisions 2017-2022 du plan d'affaires réalisé par le management dans le cadre de la cession de la Société, et décrit au paragraphe 3.3.

Comme indiqué précédemment, ce plan intègre des hypothèses de croissance se traduisant par un effet de levier opérationnel à isopérimètre (i.e. hors Fastmag) avec :

- une croissance du chiffre d'affaires comparable à celle attendue en moyenne à trois ans pour les sociétés de notre échantillon restreint de sociétés comparables (cf. infra) ;

- un effet de levier opérationnel légèrement supérieur à celui attendu pour les sociétés de cet échantillon ; ainsi à trois ans, le taux de marge opérationnelle[9] progresserait de près de 30 % contre 27 % en moyenne pour les sociétés comparables.

En première analyse, l'ampleur de l'effet de levier attendu semble donc raisonnablement optimiste à périmètre constant.

S'agissant de Fastmag, il convient de relever que si les marges de cette société récemment acquise sont supérieures à la moyenne du groupe, il n'est pas prévu dans le plan d'affaires qu'elle dégage un effet de levier opérationnel, en dépit de la croissance attendue de l'activité, ce qui semble prudent mais peut être parfaitement justifié par les niveaux de marge déjà atteints par cette société.

A titre de recoupement, nous avons examiné les plans d'affaires réalisés au cours des trois exercices précédents et avons pu constater que si les attentes du management en matière d'activité avaient été souvent déçues, en revanche, les prévisions d'excédent brut d'exploitation (EBE) avaient été dépassées par les réalisations. Par ailleurs, si les prévisions d'EBE des 3 premières années du plan d'affaires actuel sont supérieures à celles des années correspondantes dans le plan d'affaires établi l'année dernière, cet écart est conforme à la bonne performance effectivement observée en 2016 comparée aux attentes.

En dépit de sa cohérence sectorielle et du sérieux des plans précédents, il semble néanmoins que ce plan repose sur un scénario d'activité qui nous semble inédit dans l'histoire de ce groupe. En effet, la croissance soutenue des marges repose sur une hypothèse de progression conjointe de l'activité de toutes les branches d'activité de la Société, alors qu'une telle synchronisation ne s'est jamais produite au cours d'aucun des cinq derniers exercices. Or, si l'organisation de la Société en fédération de PME très autonomes a permis par le passé d'absorber la contreperformance du pôle Santé par exemple, il nous semble que cette même diversification limite les chances de maintenir durablement la rentabilité au niveau visé par le management à 3 ans.

Par ailleurs, comme exposé dans notre analyse des performances passées, le résultat d'exploitation de la Société n'intègre pas un certain nombre de charges classées en résultat exceptionnel, mais dont la récurrence en montant nous semble justifier qu'elles puissent être assimilées à des charges opérationnelles dans le cadre d'une évaluation. Ces charges exceptionnelles sur opérations de gestion représentent ainsi 1,3 % en moyenne[10] du chiffre d'affaires consolidé au cours des 5 derniers exercices.

Compte tenu de ce qui précède, à titre d'analyse de sensibilité, nous compléterons notre évaluation établie à partir du plan d'affaires du management en tenant compte d'une moyenne 2015-2019 pour le calcul du niveau de marge normative plutôt que l'objectif de marge à 5 ans et d'autre part, en réintégrant dans le calcul des flux, un volant de charges exceptionnelles égal à 1,3 % du chiffre d'affaires attendu.

b) Taux d'actualisation et de croissance à l'infini

Le paiement de l'acquisition de Fastmag intervenu début mars 2017 a consommé la trésorerie nette de DL Software. Toutefois, compte tenu de la rentabilité du groupe et de sa nouvelle filiale, le nouvel ensemble sera en mesure de reconstituer rapidement un solde de trésorerie excédentaire, et ce d'autant plus aisément que l'entreprise tiendra ses prévisions de croissance en bénéficiant d'une augmentation de son EFR. Dans cette perspective, le coût du capital à retenir pour l'actualisation des cash flows prévisionnels est égal au coût des fonds propres à dette nulle de la Société, k_U.

---

[9] Résultat d'exploitation, net de la participation des salariés, rapporté au chiffre d'affaires.

[10] 1,1 % en moyenne hors extrêmes et 1,0 % en médiane, ce qui souligne le caractère récurrent de ces charges.

Comme indiqué précédemment, l'analyse du plan d'affaires nous conduit à penser que les prévisions du management sont raisonnablement optimistes comparées à la moyenne des prévisions sectorielles produites par les bureaux d'analyse – actions à horizon de trois ans. Au-delà de cet horizon, la poursuite de la croissance des marges pourrait sembler volontariste du fait de l'effet de diversification de l'activité du groupe et compte tenu de la probable résurgence de charges comptables exceptionnelles de nature récurrente (cf. supra). En d'autres termes, le plan d'affaires est sans doute entaché d'un biais d'optimisme qui peut être soit jugé égal à la moyenne du biais que nous observons par ailleurs à l'examen des prévisions des bureaux d'analyse – actions, soit plus important si l'on considère que la Société ne sera pas en mesure de maintenir une rentabilité normative au niveau attendu par le management à horizon de 5 ans. Compte tenu de la perspective d'un retrait obligatoire, nous conserverons le bénéfice du doute au management en retenant comme scénario central un taux de marge normatif égal à celui attendu par lui. Cependant, pour la parfaite information des actionnaires, nous effectuerons des calculs de sensibilité avec un niveau de marge normatif dégradé.

Au-delà de ce premier biais d'optimisme, comme l'immense majorité des prévisions financières externes et internes qui nous sont remises, nous observons que ces dernières ont été établies exclusivement dans l'hypothèse de la survie de l'entreprise : il n'est par conséquent pas tenu compte de sa probabilité de défaut. La non prise en compte de cette probabilité revient à considérer uniquement des prévisions de flux conditionnelles en cas de survie qui ne sont pas compatibles avec le modèle d'équilibre des actifs financiers (MEDAF), lequel repose sur des espérances mathématiques pures, i.e. des prévisions « probabilisées » du risque de défaut. Or ce risque n'est négligeable que pour une infime minorité des sociétés (celles bénéficiant d'une notation équivalente à AAA). En effet, si l'on songe qu'un spread obligataire se compose principalement d'une prime défaut, alors, ce risque transposé à une action se traduit par une prime de défaut démultipliée pour autant que les flux soient établis en cas de survie uniquement[11].

Nous sommes ainsi confrontés à un biais d'optimisme et à un biais pour absence de prise en compte du risque de défaut ce qui nécessite un ajustement du modèle standard de détermination du coût du capital[12]. Pour remédier à cette difficulté, le modèle Fairness Finance développé pour le calcul du coût du capital se base sur des prévisions de cash flows issues des bureaux d'analyse, c'est-à-dire sur une approche prévisionnelle[13]. Ce modèle permet d'établir le coût implicite du capital à partir du TRI qui égalise la valeur présente des cash flows futurs des sociétés cotées et leur cours de bourse. Par construction, à la différence des primes de risque historiques, cette approche corrige un biais d'optimisme et un biais d'absence de probabilité de défaut. La différence entre le coût du capital du marché (son TRI) et le taux sans risque est la prime de risque totale du marché, Π_E.

Dans le cas de DL Software, nous estimons que son risque de défaut est inférieur à la moyenne des sociétés de taille équivalente figurant dans la base de données du modèle Fairness Finance : ce positionnement relatif, confirmé par la notation Banque de France de l'entreprise, résulte de la forte rentabilité de ses capitaux engagés,

---

[11] En effet, hors risque de liquidité, un spread obligataire se compose tout d'abord d'une prime de risque systématique à laquelle s'ajoute une prime de risque de défaut. Cette dernière dépend d'une probabilité de défaut et d'un taux de récupération de la créance. Le taux de récupération d'un actionnaire étant proche de zéro en cas de faillite, la prime de défaut exigée par lui, Π_d, sur un flux conditionnel en cas de survie est supérieure à celle exigée pour une obligation. Selon nos calculs, cette prime est significative pour l'immense majorité des sociétés cotées.

[12] Sur ces aspects théoriques, voir :

- Clère, Roland, **After Modigliani, Miller and Hamada; A New Way to Estimate Cost of Capital?** (November 23, 2016). Accessible sur SSRN : https://ssrn.com/abstract=2868702 ;
- Ruback, Richard S., **Valuation When Cash Flow Forecasts are Biased** (October 14, 2010). Harvard Business School Finance Working Paper No. 11-036. Accessible sur SSRN : https://ssrn.com/abstract=1688524

[13] Pour un exposé complet de la méthodologie Fairness Finance, prendre connaissance des fiches méthodologiques détaillées sur le site http://www.fairness-finance.com

de la diversification de son portefeuille d'activités et du foisonnement de sa clientèle, de l'autonomie de gestion des patrons de filiales, ainsi que de son business model qui lui assure le bénéfice d'un EFR. Il convient de souligner par ailleurs que l'autonomie de gestion des filiales a permis récemment à la Société de se séparer de l'une d'entre-elles dans de bonnes conditions sans désorganiser le reste du groupe. Pour ces raisons, compte tenu de nos abaques, nous estimons à 0,77 % l'écart de spread obligataire de défaut entre la Société et la moyenne des sociétés de taille équivalente, ce qui équivaut à une prime de défaut - actions de 1,29 %. Ce différentiel vient en diminution de la prime de taille moyenne observée pour les sociétés dans la base de données Fairness Finance.

Compte tenu de cet ajustement nous estimons le coût des fonds propres à dette nulle de DL Software, $k_{U,i}$, à 10,59 %. Ce dernier se calcule à partir des données suivantes :

- Le taux sans risque r_f est égal à 0,59 %. Il correspond au rendement au 31 mars 2017 des emprunts d'Etat à taux fixe in fine de maturité égale à 10 ans. Il s'agit d'un panier d'obligations d'Etats de la zone Euro notés au minimum AA, et dont les rendements sont pondérés par la contribution de ces pays au PIB de notre panier.
- Le bêta, β_i, ou coefficient de risque systématique du titre, est égal au bêta à dette nulle sur 3 ans de l'indice sectoriel Fairness Finance des éditeurs européens de logiciels, soit 0,88. Cet indice qui peut être considéré comme diversifié, est composé des titres de 122 éditeurs. Le coefficient r^2 de détermination de ce bêta indiciel est égal à 66%. A titre de recoupement, il convient de relever que, selon nos calculs, le bêta sur 3 ans de l'action DL Software ressort à 0,88 à fin mars 2017, avec un r^2 de 14 %, et que le bêta moyen pondéré par les r^2 des sociétés de notre échantillon élargi de comparables ressort quant à lui à 0,875.
- La prime de risque au sens strict du MEDAF, Π_R, calculée par Fairness Finance s'établit à 4,31 % au 31 mars 2017. La somme de cette prime et du taux sans risque indique l'espérance de rendement anticipé du marché des actions[14] ;
- A la prime de risque stricto sensu, il convient d'ajouter pour le calcul du coût du capital de l'indice action Europe, une prime additionnelle de 4,05 %. Cette dernière est la somme des primes mentionnées précédemment pour corriger le biais d'optimisme des prévisions financières et l'absence de prise en compte de la probabilité de défaut dans les prévisions de flux. Ces primes additionnelles visent ainsi à rendre les flux conditionnels en cas de survie et entachés d'un biais d'optimisme compatibles avec des espérances mathématiques au sens du MEDAF. En pratique cet écart est égal à la différence entre la prime de risque totale résultant du coût du capital moyen du marché, Π_E, qui reflète le profil des sociétés dont la capitalisation moyenne s'établit à 7,5 Mds, et la prime de risque au sens du MEDAF, Π_R ;
- Les primes de risque mentionnées à ce stade ne tiennent pas compte de l'effet taille, car elles sont établies sur une base pondérée par les capitalisations boursières, conformément au MEDAF. Ces paramètres correspondent ainsi à ceux que les investisseurs exigent pour des sociétés dont la capitalisation moyenne s'établit à 7,5 milliards d'euros. Or plus de 80 % des sociétés ayant une taille de capitalisation inférieure, la question se pose de l'ajout éventuel d'une prime additionnelle. Selon les abaques de Fairness Finance, cette prime additionnelle s'établit en moyenne à 3,45 % pour des sociétés de taille équivalente à DL Software. Une large part de cet écart est selon nous imputable à l'effet de la taille sur le risque de défaut et sur le biais d'optimisme des prévisions, un solde résiduel procédant d'un pur effet de risque de liquidité. Comme indiqué précédemment, nous réduisons cette prime de taille, $\Pi_{L,i}$, à 2,16 %, en tenant compte d'un différentiel de risque de défaut de 1,29 %, le profil de risque de faillite de l'entreprise nous semblant meilleur que la moyenne des sociétés cotées de taille équivalente.

[14] Comme indiqué précédemment à la note n°11.

Sur le base de ces éléments, le coût des fonds propres de la Société, $k_{U,i}$, se calcul comme suit :

$$k_{U,i} = \beta_i \times \Pi_R + (\Pi_E - \Pi_R) + \Pi_{L,i} + r_f$$

c) Taux de croissance à l'infini et valeur de rente

Au terme du plan d'affaires, à un horizon de 5 ans, nous retenons une valeur résiduelle égale à une rente à perpétuité avec un taux de croissance, g, de 1,65 % pour le cash flow normatif. Ce taux de croissance à long terme est inférieur de moitié aux croissances nominales à moyen terme attendues pour l'ensemble de l'économie de la zone Euro ainsi que pour la France[15]. Il est ainsi inférieur à la somme de la croissance effective et de l'inflation attendues, conformément à la méthodologie retenue par Fairness Finance pour estimer le coût du capital du marché en vue de suivre au plus près la pratique de place. Le taux de 1,65 % est en effet égal à la moyenne hors extrêmes des taux de croissance relevés dans les notes d'offre visées par l'Autorité des marchés financiers au cours des 12 derniers mois. S'agissant de DL Software, le choix de ce taux moyen nous semble adapté pour une entreprise qui affiche historiquement une croissance endogène modérée de son activité[16] et dont les marchés sont en définitive relativement matures.

Comme mentionné précédemment, nous retenons un taux de rentabilité normatif égal à celui attendu par le management à horizon 2022. A périmètre constant, y compris Fastmag, on notera que ce dernier correspond à un quasi doublement du résultat d'exploitation[17] en montant (+ 88 %), et à une progression de 136 % du taux de marge opérationnelle rapportée au chiffre d'affaires.

d) Résultats de l'approche

Compte tenu de ce qui précède, nos calculs conduisent à une valeur d'entreprise (VE) résultant de l'actualisation des flux qui est égale à 102,2 M€, soit 21,02 € par action. Après prise en compte des éléments de passage entre la VE et la valeur des fonds propres part du groupe (VFP), cette dernière s'établit à 98,1 M€, soit 20,17 € par action.

Les prix d'OPAS de 22,06 € et de retrait obligatoire de 23,06 €, comparés à cette valeur de 20,17 € font ressortir respectivement des primes de 9,4 % et de 14,3 %.

e) Etude de sensibilités et conclusion sur l'approche

Des variations de plus ou moins 0,50 % du taux de croissance à l'infini g et du taux d'actualisation k_U induisent des écarts de plus ou moins 11 % par rapport à la valeur centrale, soit un intervalle de valeurs compris entre 18,2 € et 22,6 € par action DL Software.

k_U / g	11,59%	11,09%	**10,59%**	10,09%	9,59%
1,15%	17,23	18,22	19,31	20,53	21,89
1,65%	17,91	18,98	**20,17**	21,51	23,02
2,15%	18,65	19,82	21,13	22,61	24,29
		Coefficient de variation :	*6,3%*		

[15] Source : base de données du FMI à avril 2017.

[16] La croissance du chiffre d'affaires consolidé, hors variations de périmètres, communiquée par le management s'établir en moyenne à 1 % au cours des 5 derniers exercices, cf. § 3.2.

[17] Résultat d'exploitation calculé après participation des salariés.

D'autre part, en dégradant le niveau de la marge opérationnelle normative pour le calcul de la valeur terminale, à taux d'actualisation et de croissance inchangés, il ressort les résultats suivants :

- avec une marge égale à celle dégagée en 2016 (y compris réintégration de Fastmag), la valeur centrale est de 16,1 € ;
- en retenant une moyenne des marges sur 5 ans, dont 2 exercices réalisés[18] (2015 et 2016) et 3 exercices prévisionnels (2017 à 2019), la valeur centrale est égale à 16,9 € par action.

Enfin, la prise en compte d'un montant de charges comptables exceptionnelles de nature récurrente égal à 1,3 % du chiffre d'affaires a un impact négatif de 0,9 € par action, conduisant à une valeur centrale de 19,3 €.

A titre de recoupement, nous avons neutralisé les contributions de la nouvelle filiale Fastmag récemment acquise, en la réintégrant dans la valeur du Groupe pour son seul prix d'acquisition. Selon nos calculs, cette approche aboutit à une valeur centrale de 20,13 €, laquelle n'est pas significativement différente de celle de 20,17 €, précédemment obtenue en tenant compte des cash flows prévisionnels de Fastmag, soit un écart de 1,7 %. Ceci semble indiquer que :

- notre taux d'actualisation, bien que légèrement inférieur, n'est pas sensiblement différent du TRI que le management entend retirer de sa dernière acquisition ;
- un plan d'affaires incluant des opérations de croissance externe ne conduit pas nécessairement à une valeur plus élevée.

Compte tenu de ce qui précède, la valeur centrale de 20,17 € par action nous semble être relativement favorable, des scénarios alternatifs dégradés par rapport au plan d'affaires du management étant selon nous tout aussi vraisemblables.

4.3.4 EVALUATION PAR LES MULTIPLES BOURSIERS

a) Echantillon restreint

Il n'existe pas à notre connaissance de concurrent coté strictement comparable à DL Software. A défaut, nous avons constitué un premier échantillon de 5 éditeurs – intégrateurs de logiciels dont les valeurs d'entreprise sont proches de celle de la société, i.e. comprises entre 70 M€ et 130 M€. Cet échantillon se compose de 3 sociétés françaises ; Visiativ SA, Generix et Prodware, d'une société italienne, TXT e-solutions, et d'une société allemande, GK Software.

Pour neutraliser les distorsions engendrées par des politiques comptables différentes en matière d'activation de dépenses de R&D, nous avons sélectionné les multiples prévisionnels d'EBIT[19] et de résultat net plutôt que ceux d'EBITDA[20] et de CAF.

Les sociétés de cet échantillon restreint présentent à fin mars 2017 des multiples de d'EBIT et de résultat net variant du simple au double avec une moyenne passant de 14x à 9,7x entre 2017 et 2019 pour les premiers et de 18,5x à 12,9x pour les seconds.

---

[18] Exercices pro forma, y compris Serig en année pleine, avec Fastmag et hors Thelis et sa filiale.

[19] Calculé après participation des salariés, CICE, CIR et CVAE.

[20] En effet si l'ensemble de dépenses de R&D sont activées, leur contribution aux charges se limite aux dotations aux amortissements.

Au 31 mars 2017	VE/EBIT 2017	VE/EBIT 2018	VE/EBIT 2019	P/E 2017	P/E 2018	P/E 2019
Prodware SA	7,9x	7,2x	6,0x	9,9x	9,8x	8,7x
Visiativ SA	8,7x	6,9x	7,1x	16,6x	12,5x	11,1x
TXT e solutions SpA	15,0x	13,4x	11,3x	18,8x	16,2x	14,3x
GK Software AG	19,7x	12,5x	11,2x	28,8x	17,4x	16,9x
Generix SA	18,8x	15,4x	12,9x	18,5x	15,3x	13,5x
Minimum	7,9x	6,9x	6,0x	9,9x	9,8x	8,7x
Moyenne	**14,0x**	**11,1x**	**9,7x**	**18,5x**	**14,2x**	**12,9x**
moyenne hors extrêmes	**14,2x**	**11,0x**	**9,9x**	**18,0x**	**14,7x**	**13,0x**
Maximum	19,7x	15,4x	12,9x	28,8x	17,4x	16,9x

L'application de ces multiples conduit à une fourchette de valeurs comprises entre 13,0 € et 29,9 €, avec une valeur moyenne égale à 21,61 €. Les prix d'OPAS et de retrait obligatoire présentent des primes respectives de 2,1 % et de 6,7 % par rapport à cette valeur centrale.

Au vu de la forte dispersion des valeurs de cet échantillon et de l'impossibilité de mettre en évidence le pouvoir explicatif d'une quelconque variable financière ou opérationnelle en raison du nombre trop restreint d'observations, nous avons procédé à la constitution d'un échantillon élargi.

b) Echantillon élargi

Dans un premier temps, nous avons porté à 12 sociétés la taille de l'échantillon, les valeurs d'entreprise s'étageant désormais entre 16,7 M€ (Coheris) et 2 390 M€ (Compugroup Medical). Ce nouvel échantillon se compose des sociétés du précédent échantillon restreint, augmenté de 5 sociétés françaises ; Coheris, Medasys, Pharmagest Interactive, Cegedim et Axway, d'une société finlandaise, Solteq et d'une société allemande, Compugroup Medical.

Dans un second temps, nous avons cherché les variables susceptibles d'être corrélées avec les multiples de VE/EBIT. Après examen, il ressort que 9 des 12 sociétés de cet échantillon (soit 75 %) présentent des multiples significativement liés à la croissance attendue de l'EBIT entre 2017 et 2019, ainsi qu'au niveau de levier[21] d'endettement. Ainsi, les probabilités que ces facteurs ne soient pas significatifs sont respectivement de 0,2 % et 4,5 %, les résultats de la régression étant retranscrits dans le tableau ci-après. Compte tenu de la qualité de la régression, de la croissance et du levier d'endettement attendus dans le plan d'affaires du management, l'espérance du multiple de VE/EBIT 2017 applicable à la Société a en théorie 95 % de chance de se situer dans un intervalle compris entre 9,8x et 13x, avec une valeur centrale de 11,42x.

Nous avons mené une analyse semblable du lien entre les multiples de résultat net (P/E) et les paramètres de croissance et de levier d'endettement, et abouti à des résultats équivalents sur un échantillon réduit à 8 sociétés (67%). Le paramètre de croissance et celui du levier présentent ainsi des probabilités respectives d'être non significatifs de 0,3 % et de 9,3 %. Par ailleurs, l'espérance du P/E 2017 applicable à la Société a 95 % de chance de se situer dans un intervalle compris entre 18,4x et 22,4x, avec une valeur centrale de 20,38x.

[21] S'agissant des 3 sociétés exclues ; Generix, Medasys et Compugroup, leur décalage avec les autres sociétés s'explique selon toute vraisemblance par d'autres paramètres financiers que nous ne sommes pas parvenus à identifier en raison de la taille de la population étudiée.

Analyse de la qualité de la régression	Multiples de VE/EBIT				Multiples de P/E			
intitulés des paramètres	Coefficients et Statistiques	Erreur-type	Statistique *t*	Probabilité d'être nul	Coefficients et Statistiques	Erreur-type	Statistique *t*	Probabilité d'être nul
Constante	6,1808	1,7417	3,5487	1,21%	11,8481	2,0920	5,6636	0,24%
Taux de croissance	44,0718	8,8410	4,9849	0,25%	47,6114	9,1684	5,1930	0,35%
Levier	-4,8570	1,9226	-2,5263	4,49%	-7,0674	3,4051	-2,0755	9,26%
Statistique F	12,7943	na	na	0,69%	13,5163	na	na	0,96%
Coefficient de détermination R^2	81,0%				84,4%			
Coefficient de détermination ajusté R^2	74,7%				78,1%			

L'application des multiples régressés conduit à une valeur centrale par action de 23,74 €, comprise dans un intervalle de confiance dont les bornes sont 21,4 € et 26 €.

Enfin, l'application directe de la moyenne des multiples issus de l'échantillon élargi conduirait à une valeur centrale de 23,22 €, comprise dans un intervalle dont les bornes sont 13,0 € et 32,6 €.

c) Interprétation et synthèse de la méthode des multiples boursiers

Selon l'échantillon et le mode de calcul retenu pour chaque valeur centrale, le prix d'OPAS fait ressortir en première analyse au mieux une prime de 2,1% et au pire une décote de 7,1 %. Le prix de retrait obligatoire conduit quant à lui à des écarts compris entre une prime de 6,7 % et à une décote de 2,9 % selon les approches retenues.

Primes et décotes offertes sur les valeurs centrales	Moyennes échantillon réduit	Régressions multiples	Moyennes échantillon large
Valeurs centrales	21,61€	23,74€	23,22€
Prime et (décote) offertes par le prix d'OPA	2,1%	(7,1)%	(5,0)%
Prime et (décote) offertes par le prix d'OPR	6,7%	(2,9)%	(0,7)%

Comme indiqué dans le cadre de l'évaluation par le DCF, les prévisions d'EBIT du plan d'affaires n'intègrent pas selon nous de charges classées en résultat exceptionnel. Or, nous avons vu que ces dernières présentent une certaine récurrence au vu des comptes des 5 derniers exercices. Leur inclusion conduirait à diminuer de près de 0,9 € par action les résultats issus de l'application des multiples. Les 3 valeurs centrales seraient ainsi comprises entre 20,7 € et 22,9 €, comme indiqué dans le tableau ci-après :

Prise en compte d'un reliquat récurrent de charges exceptionnelles sur opérations de gestion	Moyenne échantillon réduit	Régression multiple	Moyenne échantillon large
Valeurs centrales avant prise en compte	21,61€	23,74€	23,22€
Déduction des charges exceptionnelles	(0,87)€	(0,87)€	(0,87)€
Valeur centrales ajustées	**20,74€**	**22,87€**	**22,35€**
Prime et (décote) offertes par le prix d'OPA	6,3%	(3,6)%	(1,3)%
Prime et (décote) offertes par le prix d'OPR	11,2%	0,8%	3,2%

Par ailleurs, il convient de rappeler que les prévisions à 3 ans du plan d'affaires supposent une parfaite synchronisation des performances des branches d'activité de la Société. Or, si une telle coordination est envisageable sur un horizon de moyen terme, elle nous semble moins probable à plus long terme pour définir un niveau de rentabilité normatif. Pour cette raison, l'approche par les comparables boursiers conduit selon nous à extérioriser des valeurs centrales sans doute optimistes.

Pour ces raisons, dans le cas présent, l'approche par les multiples boursiers doit selon nous être vue essentiellement comme un contrôle de cohérence des fourchettes de valeurs précédemment obtenues par la méthode des DCF, ce qui est le cas, dans la mesure où les résultats de la méthode analogique encadrent bien ceux de la méthode intrinsèque. Toutefois, les valeurs centrales issues de l'application des multiples boursiers sont selon nous moins robustes que celle issue du DCF. L'absence de stricts comparables et la dispersion des données relativisent selon nous la portée des valeurs obtenues, lesquelles ne sont pas significativement différentes des prix de l'Offre en première analyse, ainsi qu'après ajustement du niveau d'EBIT pour tenir compte d'un montant récurrent de charges exceptionnelles sur opérations de gestion.

Le critère des comparables boursiers ne doit ainsi être retenu qu'à titre secondaire.

4.3.5 EVALUATION PAR LES MULTIPLES DE TRANSACTIONS MAJORITAIRES

Nous avons exclu de l'analyse les éditeurs spécialisés dans le secteur de la finance et des fin-tech sur lequel DL Software n'est pas présent. A défaut de transactions portant sur des sociétés concurrentes de DL Software et directement comparables, nous avons identifié deux transactions intervenues en France entre mars 2015 et avril 2016 et toutes deux réalisées par des fonds d'investissement. Ces transactions concernent deux éditeurs de logiciels - métiers et d'ERP ayant pour clients un grand nombre de PME et d'ETI :

- l'acquisition de Corilus par AAC Capital en mars 2015. Cet éditeur fondé en 1998, employait 350 personnes en 2014. Il est implanté en France et au Benelux, et est spécialisé dans le secteur de la santé. En France, il est présent notamment sur le segment des centres de soins et des cliniques d'ophtalmologie. Au total, le groupe revendiquait 40 000 utilisateurs de ses logiciels parmi les professionnels de la santé ;
- l'acquisition de Cegid en avril 2016 par des fonds gérés par Silver Lake. Fondé en 1983 et tourné à l'origine vers les cabinets d'expertise comptable, ce groupe a élargi son fonds de commerce en développant des solutions de gestion destinées tant aux TPE qu'aux grandes entreprises, tout en se développant à l'étranger. En 2015, ce groupe comptait plus de 2 250 collaborateurs.
-

Cible	Acquéreur	date de la transaction	Valeur d'entreprise en M€	VE/CA n-1	VE/CA n	VE/EBIT n-1	VE/EBIT n
Cegid	Fonds gérés par Silver Lake	18-avr.-16	650,4	*na*	2,11x	*na*	14,17x
Corilus	AAC Capital	13-mars-15	77,0	1,75x	*nd*	15,79x	*nd*

Sources : E-Mat et note d'offre pour Cegid

Pour Cegid, dont la taille est sensiblement supérieure à celle de DL Software, nous privilégions les multiples basés sur les prévisions disponibles à l'époque et relatives à l'exercice 2016, des variations de périmètre en 2015 nous conduisant à ne pas retenir les multiples calculés sur les données de cet exercice. Il convient d'indiquer que le prix offert dans le cadre de l'offre portant sur les titres Cegid a permis d'extérioriser sur les moyennes de cours sur 1 mois et sur trois mois des primes respectives de 24,5 % et 25,5 %.

S'agissant de Corilus, qui en revanche n'était pas une société cotée, nous ne disposons que des données relatives aux derniers comptes publiés précédant la transaction.

Le faible niveau d'information concernant Corilus nous conduit à retenir le multiple de chiffre d'affaires en plus du multiple d'EBIT, le multiple d'EBITDA étant exclus comme précédemment pour limiter le biais de comptabilisation de la R&D et le multiple de résultat net n'étant pas disponible.

Sur la base de ces éléments, l'application des multiples conduit à un intervalle de valeurs comprises entre 20,6 € et 24,1 € par action, avec une valeur centrale de 22,34 € (moyenne des valeurs centrales).

Comme précédemment pour les comparables cotés, l'EBIT retenu n'intègre aucune charge classée en résultat exceptionnel. Compte tenu de la récurrence de celles-ci, après leur prise en compte, l'application des multiples de transaction conduirait à une valeur centrale de 21,90 €, inscrite dans un intervalle compris entre 20,2 € et 23,6 €.

Compte tenu du nombre limité d'observations disponibles, cette approche est retenue, elle aussi, à titre secondaire.

5. ANALYSE CRITIQUE DES TRAVAUX DE L'EVALUATEUR

Conformément à l'instruction 2006-08 du 25 juillet 2006, nous avons conduit une analyse critique du rapport d'évaluation réalisé par Invest Corporate Finance, (ou encore ci-après l' « Evaluateur »).

Mises à part les références au cours de bourse et à la transaction majoritaire qui motivent la présente Offre, les valeurs centrales auxquelles l'Evaluateur et nous-mêmes aboutissons en fonction des méthodes d'évaluation utilisées sont rappelées ci-après :

Valeurs centrales en € par action	Invest Corporate Finance	BM&A
Méthode intrinsèque :		
DCF	19,30	20,17
Comparaisons boursières :		
VE/EBITDA 2017 après R&D	20,69	*na*
PER 2017	19,06	*na*
VE/EBIT et PE 2017, 2018 et 2019 :		
Echantillon restreint	*na*	21,61
Echantillon élargi	*na*	23,22
Régressions linéaires multiples :		
VE/EBIT et P/E 2017	*na*	23,74
Multiples de transactions		
VE/EBIT et VE/CA	*na*	22,34

5.1 DCF

L'écart de valeur centrale entre nos travaux et ceux d'Invest Corporate Finance résulte essentiellement d'une différence sur les flux prévisionnels, l'Evaluateur ayant fait reposer ses travaux sur le plan d'affaires de l'acquéreur, lequel est plus prudent que celui du management. Inversement, nous retenons un coût du capital de 10,65 % contre 8,24 %.

Selon notre analyse, la prise en compte du plan d'affaires acquéreur justifie pleinement l'application d'un taux d'actualisation plus faible. Selon nos calculs, si l'on retient les prévisions de ce plan d'affaires dégradé, alors le taux d'actualisation qu'il convient d'appliquer pour maintenir inchangé le résultat de 20,17 € auquel nous parvenons s'établit à 8,42 %, lequel est légèrement supérieur au coût du capital retenu pas l'Evaluateur[22]. En d'autres termes, si ce dernier n'avait pas apporté d'autres ajustements au plan d'affaires de l'acquéreur, que nous exposerons ci-après, alors il serait parvenu à une valeur sensiblement identique à la nôtre.

[22] Le coût des fonds propres estimé par l'Evaluateur s'établit à 8,46 % avec 3 % de levier cible d'endettement, et le coût moyen pondéré du capital ressort à 8,24 %. Le coût des fonds propres à dette nulle de la Société se situerait donc selon cette approche entre ces deux bornes.

Comme indiqué dans la description du calcul de notre taux d'actualisation, ce dernier intègre des primes de risque additionnelles par rapport au MEDAF standard, qui corrigent le biais de prévision, l'absence de prise en compte du risque de défaut dans les flux et un risque de liquidité résiduel. De notre point de vue, le taux retenu par l'Evaluateur réduit environ des ¾ les primes additionnelles pour biais d'optimisme retenues dans notre propre modèle. En dépit de cet ajustement, il convient de préciser que le plan d'affaires acquéreur demeure représentatif d'un actif risqué, c'est-à-dire qu'il présente, comme c'est tout à fait normal, un risque d'exécution et que les valeurs anticipées implicites du modèle sont sujettes à un risque de dispersion, ce qui justifie pleinement la prise en compte d'une prime de risque.

La raison fondamentale de notre écart ne résidant pas dans l'appréciation des niveaux de risques associés aux deux plans d'affaires, elle se situe par conséquent dans les ajustements complémentaires apportés par l'Evaluateur. En effet, ce dernier a extrapolé de 4 ans le plan d'affaires acquéreur en prévoyant pour le périmètre d'activité hors Fastmag, un ralentissement de la croissance et le retour de la marge d'EBITDA à un niveau comparable à celui constaté en 2016. D'autre part, il a choisi de convertir en réductions de charges imposables les prévisions de CICE, ce qui est moins favorable que de maintenir inchangé le dispositif fiscal actuel, comme nous l'avons fait. Ces ajustements apportés aux flux normatifs ont toutefois été en partie compensés par la prise en compte d'un taux de croissance à l'infini de 2,0 % qui nous semble plutôt favorable.

Au final, si comme exposé précédemment dans notre étude de sensibilité, nous ajustions à notre tour le niveau de rentabilité normatif, sans modifier notre taux d'actualisation, nous parviendrions à la même valeur que l'Evaluateur en dégradant légèrement le taux de marge d'EBITDA attendu en 2022 par le management, et sans prolonger son plan d'affaires. Un tel ajustement peut se justifier par la prise en compte d'un volant de charges comptables exceptionnelles de nature récurrente à hauteur de 1,3 % du chiffre d'affaires, tel que constaté en moyenne au cours des 5 derniers exercices. Selon nous, la réalisation de ce scénario dégradé n'est pas impossible ce qui rend par conséquent peu significatif notre écart avec l'Evaluateur.

5.2 Comparaisons boursières

L'évaluateur a choisi de constituer un échantillon large de 9 sociétés de tailles variables et dont les multiples se voient appliquer une décote de 25 % pour les entreprises dont les VE sont plus de 2,5 fois supérieures à celle de DL Software. Sur cette base, il retient les multiples 2017 de résultat net et d'EBITDA retraité des charges de R&D. Pour notre part, nous avons exclu autant que possible les fin-tech, dans la mesure où ce secteur est absent du portefeuille d'activités de la Société. Par ailleurs, nous avons constitué un échantillon restreint sur le critère de la taille, un échantillon élargi et une approche par les régressions multiples qui aboutissent à des valeurs centrales plus élevées que celles de l'Evaluateur.

Une partie de cet écart semble imputable à l'effet taille dans la mesure où notre échantillon restreint conduit à la valeur centrale la plus faible. Toutefois, nos analyses de régressions multiples ne nous ayant pas permis d'isoler cet effet à un seuil de confiance suffisant, nous n'avons pas pu corriger cet effet. Nous aurions pu toutefois, comme l'Evaluateur, corriger les multiples des sociétés les plus grandes sur la base d'un écart de coût du capital, tel qu'il ressort des abaques de Fairness Finance décrits précédemment.

Comme mentionné dans nos travaux, nous pensons que si des ajustements devaient être apportés à nos résultats, ces derniers auraient un impact globalement négatif, ce qui réduirait nos écarts avec l'Evaluateur, que nous considérons comme peu significatifs, faute de sociétés parfaitement comparables.

5.3 Multiples de transaction

L'Evaluateur a constitué un échantillon de 17 transactions, pour partie anciennes, et aboutit à des résultats relativement dispersés et qu'il juge insuffisamment fiables, ce qui l'a amené à ne pas retenir cette approche.

Pour notre part, nous avons restreint notre échantillon à deux transactions qui présentent des multiples relativement proches. En dépit du faible nombre d'observations, il nous semble que ces deux transactions constituent des références pertinentes et que la fourchette de valeurs à laquelle nous parvenons confirme les résultats du DCF. Ceci justifie, selon nous de retenir cette approche à titre secondaire.

5.4 Cours de bourse

Compte tenu de la liquidité du titre, l'Evaluateur et nous-mêmes retenons la référence au cours de bourse en calculant des moyennes arrêtées avant l'annonce de l'Opération, soit au 21 février 2016. Compte tenu des différences de sources, nous aboutissons à certains écarts non matériels qui n'affectent pas les primes offertes par la présente offre, en particulier celles calculées par rapport à la moyenne pondérée des vingt séances de bourse.

5.5 Prix du changement de contrôle

L'Evaluateur n'a pas repris dans ses travaux les prix par transparence découlant du changement de contrôle considérant qu'elle constitue certes une référence forte mais qu'elle ne peut s'auto-justifier.

Pour notre part, nous étant assurés de l'égalité entre les conditions financière dont bénéficient les actionnaires majoritaires cédants et les prix de l'Offre, nous sommes d'avis que les prix par transparence accompagnant la cession du contrôle de la Société, soient 22,06 € à minima et 23,06 € en cas de retrait de la cote, constituent des références fiables. Par ailleurs, nous les considérons comme des références fortes pour tout actionnaire minoritaire au vu du processus compétitif qui a mené au transfert du contrôle et permis la sélection de l'offre la mieux-disante. Notre opinion est donc que les prix par transparence de 22,06 € et 23,06 € constituent les références d'évaluation que les actionnaires minoritaires doivent prendre en considération dans leur décision d'apporter ou non à l'Offre.

6. CONCLUSION

Le tableau ci-après récapitule les fourchettes de valeurs de l'action DL Software auxquelles nous parvenons ainsi que les primes et décotes extériorisées par les prix de 22,06 € et 23,06 € par action proposés dans le cadre de la présente Offre :

Méthodes / Critères	Modalités de mise en œuvre	Valeur par action			Primes / (décotes) par rapport aux valeurs centrales	
		basse	centrale	haute	Prix d'OPAS	Prix d'OPR
Prix du changment de contôle	Sans complément de prix	na	**22,06 €**	na	**0,0%**	4,5%
	Avec complément de prix	na	**23,06 €**	na	-4,3%	**0,0%**
Cours de bourse (cours moyen pondéré) 21/02/2017	12 mois	8,74 €	12,63 €	22,50 €	74,6%	82,5%
	6 mois	12,17 €	16,44 €	22,50 €	34,2%	40,3%
	3 mois	14,76 €	17,94 €	22,50 €	22,9%	28,5%
	20 jours	**19,71 €**	**20,03 €**	**20,98 €**	**10,2%**	**15,1%**
	Spot : moyenne pondérée	20,48 €	20,48 €	20,48 €	7,7%	12,6%
DCF	Plan d'affaires - vendeur	**15,21 €**	**20,17 €**	**22,61 €**	**9,4%**	**14,3%**
	Fastmag au prix de revient	15,01 €	20,13 €	22,33 €	9,6%	14,6%
Comparables boursiers (VE/EBIT et P/E)	Echantillon restreint	**13,02 €**	**21,61 €**	**29,87 €**	**2,1%**	**6,7%**
	Régression multiple	21,42 €	23,74 €	26,07 €	-7,1%	-2,9%
	Echantillon large	13,02 €	23,22 €	32,63 €	-5,0%	-0,7%
Multiples de transactions	Moyenne VE/CA et VE/EBIT	**20,18 €**	**21,90 €**	**23,62 €**	**0,7%**	**5,3%**

Les conclusions de nos travaux résultent de la mise en œuvre d'une approche multicritères qui a principalement reposé sur la méthode d'actualisation des flux de trésorerie et sur la référence au prix ayant servi de base aux cessions et apports des titres des sociétés holding contrôlant DL Software.

La méthode de l'actualisation des flux de trésorerie dont le résultat extériorise une prime de 9,4 %, a été développée à partir du plan d'affaires du management établi dans l'optique de la cession du Groupe et qui, naturellement, intègre une croissance soutenue de l'activité et une amélioration significative du taux de marge d'EBITDA ; ces éléments nous paraissent favorables à l'actionnaire minoritaire même si nous en avons tenu compte dans le calcul du taux d'actualisation.

Le prix par action DL Software extériorisé par transparence par les opérations de cession et d'apport des titres des holdings de contrôle Phoenix et DL Invest, qui ne fait évidemment pas apparaître de prime par rapport au prix d'Offre, constitue de notre point de vue une référence de valorisation importante dans la mesure où il représente la valeur à laquelle les Fondateurs et les managers ont accepté de céder le contrôle du Groupe, et parce qu'il résulte d'un processus compétitif d'enchères mené dans des conditions de concurrence normales.

La méthode des comparables boursiers et des transactions comparables, ainsi que la référence aux cours de bourse, sont retenus à titre secondaire. En effet, la méthode des comparables boursiers s'appuie sur des échantillons présentant une dispersion importante des multiples d'évaluation. Pour sa part, la méthode des transactions comparables ne retient que deux transactions, ce qui en limite sa portée. S'agissant du cours de bourse de l'action, il convient selon nous d'en relativiser la pertinence en raison d'un flottant limité et d'un probable effet de spéculation alimenté par les acquisitions réalisées par DL Invest et renforcé par les rumeurs de cession diffusées en fin d'année 2016.

Enfin, les analyses relatives aux contrats conclus entre les Fondateurs et managers d'une part, et les Investisseurs d'autre part, n'ont pas révélé selon nous, d'éléments susceptibles de remettre en cause l'égalité de traitement entre les actionnaires.

Sur la base de ces éléments, notre opinion est que les prix de 22,06 € proposé dans le cadre d'une offre d'achat simplifiée, et de 23,06 € dans l'hypothèse de la mise en œuvre d'un retrait obligatoire, portant sur les actions DL Software, sont équitables, d'un point de vue financier, pour les actionnaires de la Société.

Fait à Paris, le 31 mai 2017

BM&A Advisory & Support

Pierre Béal

Philippe Raimbourg

Associés

7. ANNEXES

Présentation synthétique des sociétés retenues dans l'échantillon de comparables boursiers

ECHANTILLON RESTREINT

prodware

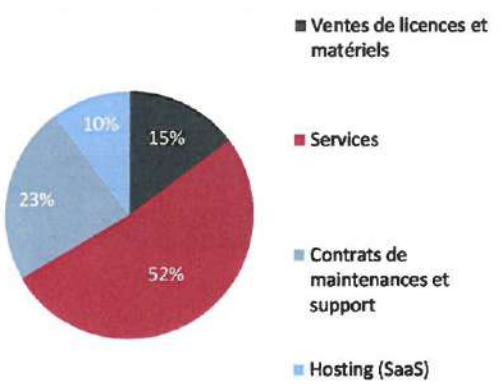
Prodware SA

est une société basée en France qui se spécialise dans la fourniture de services d'intégration informatique pour les petites et moyennes entreprises. Les services fournis par Prodware incluent des solutions de planification des ressources d'entreprise (ERP) et de gestion de la relation client (CRM), des solutions d'entreprise, des outils de business intelligence, ainsi que des réseaux, des solutions de sécurité et des télécommunications.

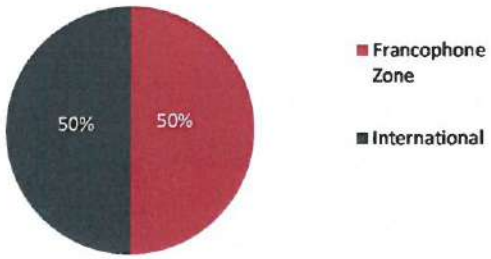
Prodware opére dans les marchés suivants:

- **Manufacturing (Industire agroalimentaire, science de la vie, industrie de process);**
- **Professionnels des services (Ingenierie, construction);**
- **Distribution et retail (Retail, distribution, Wholesale, Vins et Spiritueux)**

Répartition du CA par activité



Répartition du CA par zone géographique



Données financières (en M€)

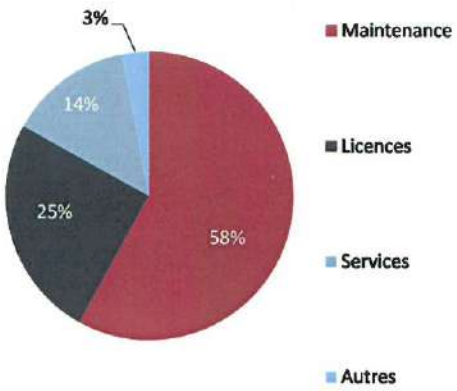
	2015	2016 E	2017 E	2018 E
Chiffre d'affaires	173	174	173	182
EBIT	13	14	15	18
En % du chiffre d'affaires	*7,6%*	*8,0%*	*8,8%*	*10,1%*
Capitalisation boursière	73			
Valeur d'entreprise	109			

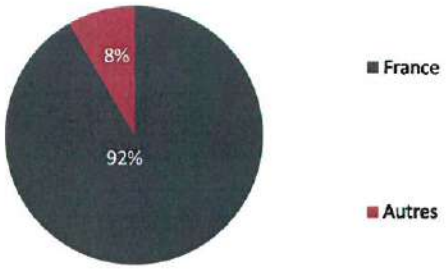
VE/CA[1]	0,6x	0,6x	0,6x	0,6x
VE/EBIT[1]	8,3x	7,9x	7,2x	6,0x

(1) Multiples non calendarisés.

Éditeur de logiciels collaboratifs (Moovapps, myCADservices) et intégrateur de solutions logicielles notamment du logiciel Solidworks de Dassault Systèmes. Il offre ses services aux entreprises dans les domaines de l'industrie, le retail et les services, avec un fonds de commerce de plus de 13 000 clients

Répartition du CA par activité	Répartition du CA par zone géographique





Données financières (en M€)

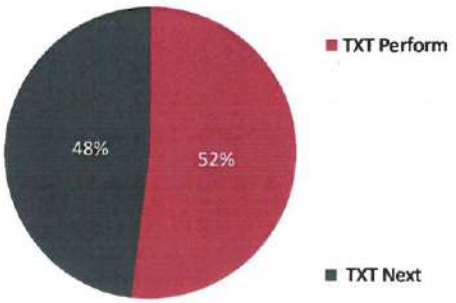
	2015	2016 E	2017 E	2018 E
Chiffre d'affaires	57	82	60	72
EBIT	4	4	5	6
En % du chiffre d'affaires	*6,1%*	*4,4%*	*7,7%*	*7,6%*
Capitalisation boursière	71			
Valeur d'entreprise	81			

VE/CA[1]	1,4x	1,0x	1,3x	1,1x
VE/EBIT[1]	23,1x	22,4x	17,6x	14,7x

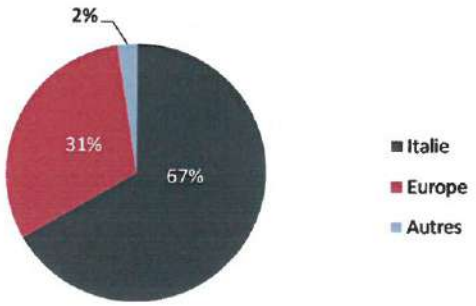
(1) Multiples non calendarisés.

Fournit des solutions logicielles aux entreprises.TXT e-solutions SpA structure ses activités en deux segments principaux: TXT Perform et TXT Next. Dans le segment TXT Perform, elle conçoit et développe des solutions logicielles et informatiques pour les secteurs de la mode et du luxe, du commerce de détail spécialisé, du secteur des biens de consommation en gros (CPG) et du secteur manufacturier. Alors qu'elle offre des services d'intégration de systèmes et de services informatiques, sur le deuxième segment TXT Next, dans des secteurs tels que l'aérospatiale et la défense, la fabrication de haute technologie et la banque et la finance.

Répartition du CA par activité



Répartition du CA par zone géographique



Données financières (en M€)

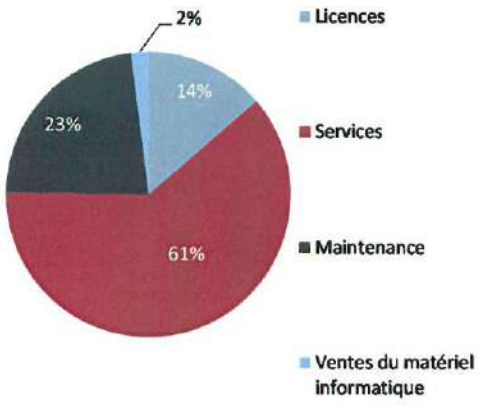
	2015	2016 E	2017 E	2018 E
Chiffre d'affaires	70	75	80	87
EBIT	7	7	8	10
En % du chiffre d'affaires	*10,3%*	*9,8%*	*10,3%*	*11,3%*
Capitalisation boursière	112			
Valeur d'entreprise	111			

VE/CA[1]	1,6x	1,5x	1,4x	1,3x
VE/EBIT[1]	15,4x	15,0x	13,4x	11,3x

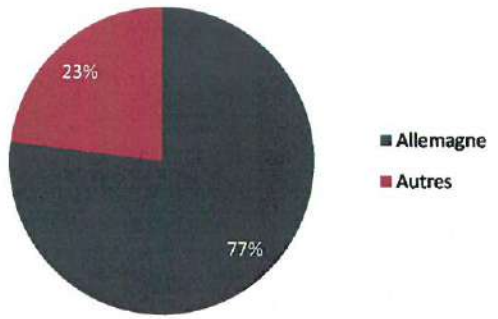
(1) Multiples non calendarisés.

Développeur de logiciels de vente au détail pour les entreprises et les magasins, il fonctionne à travers deux segments. Le premier segment GK / Retail propose divers logiciels et solutions verticales, notamment des logiciels pour le contrôle des périphériques de magasin et la gestion de marchandises mobiles, pour la gestion sécurisée des processus métiers aux points de vente traditionnels et mobiles (PDV), la gestion des tâches, la centralisation des serveurs back office, l'administration des installations et la gestion des promotions, entre autres. Et le deuxième segment concerne les services informatiques, et offre des services pour les systèmes d'exploitation des détaillants en magasin, tels que le soutien et la surveillance des utilisateurs et la maintenance des logiciels et du matériel. La Société est active en République tchèque, en Suisse, en Russie et aux États-Unis.

Répartition du CA par activité



Répartition du CA par zone géographique



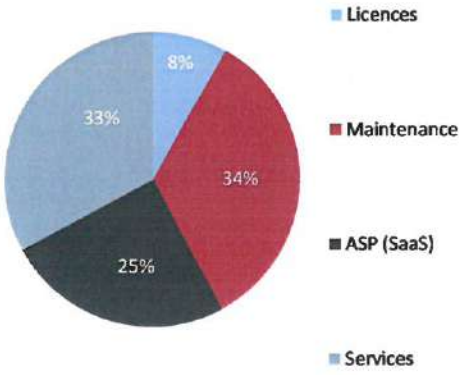
Données financières (en M€)

	2015	2016 E	2017 E	2018 E
Chiffre d'affaires	74	83	92	97
EBIT	1	7	11	12
En % du chiffre d'affaires	*1,5%*	*8,0%*	*11,4%*	*12,1%*
Capitalisation boursière	119			
Valeur d'entreprise	131			
VE/CA[1]	1,8x	1,6x	1,4x	1,4x
VE/EBIT[1]	120,3x	19,7x	12,5x	11,2x

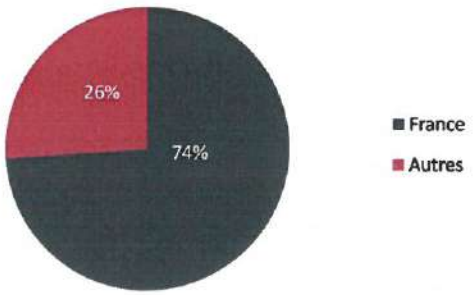
(1) Multiples non calendarisés.

est une société qui conçoit et commercialise des produits logiciels intégrés. Il offre une gamme de solutions pour la planification des ressources d'entreprise (ERP), la gestion de la durée de vie des produits, la gestion de la chaîne d'approvisionnement, le développement de la fidélisation, les promotions de vente, la performance des points de vente, la facturation électronique, la dématérialisation fiscale et la synchronisation des données. Generix SA fournit des clients dans plusieurs secteurs, dont l'aéronautique, l'automobile, la santé, la publicité, l'alimentation et le commerce de détail spécialisé, ainsi que le transport et la logistique.

Répartition du CA par activité



Répartition du CA par zone géographique



Données financières (en M€)

	2015	2016 E	2017 E	2018 E
Chiffre d'affaires	57,0	82	60	72
EBIT	5	4	5	6
En % du chiffre d'affaires	*8,3%*	*5,2%*	*8,7%*	*8,7%*
Capitalisation boursière	71			
Valeur d'entreprise	81			

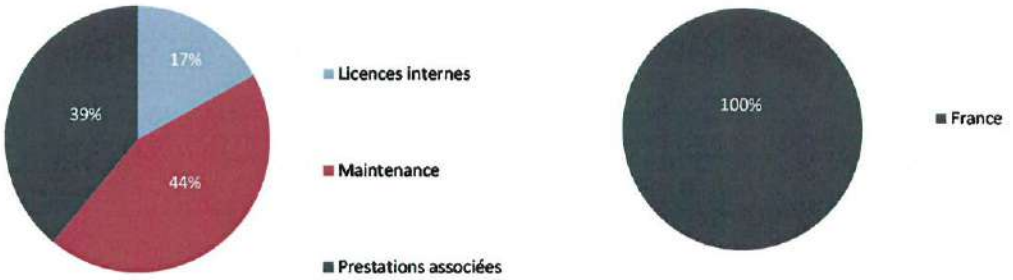
VE/CA[1]	1,4x	1,0x	1,3x	1,1x
VE/EBIT[1]	17,1x	18,8x	15,4x	12,9x

(1) Multiples non calendarisés.

Coheris SA

Éditeur de logiciels basé en France spécialisé dans la gestion de la relation client, l'intelligence d'affaires et les solutions commerciales collaboratives. La société publie une gamme de logiciels dont *Coheris CRM*, qui permet de gérer tous les contacts et processus entre les clients et les entreprises; *Coheris Trade* qui vise à maximiser les activités de vente et de marketing des entreprises; *Coheris Merch*, qui aide les détaillants à améliorer la mise en œuvre de leurs produits dans les points de vente au détail et *Coheris Spad*, dont l'objectif est de compléter la gestion globale des relations, entre autres.

Répartition du CA par activité	Répartition du CA par zone géographique



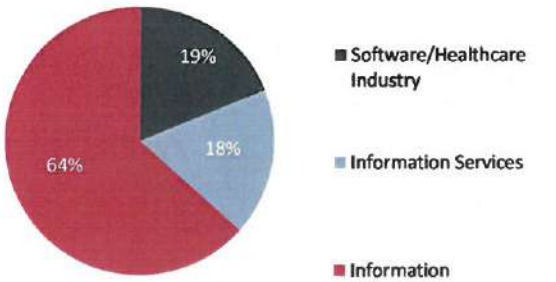
Données financières (en M€)

	2016	2017 E	2018 E	2019 E
Chiffre d'affaires	15	15	16	17
EBIT	1	1	2	2
En % du chiffre d'affaires	*6,8%*	*9,1%*	*11,1%*	*11,2%*
Capitalisation boursière	15			
Valeur d'entreprise	17			
VE/CA[1]	1,1x	1,1x	1,0x	1,0x
VE/EBIT[1]	16,7x	11,9x	9,3x	8,8x

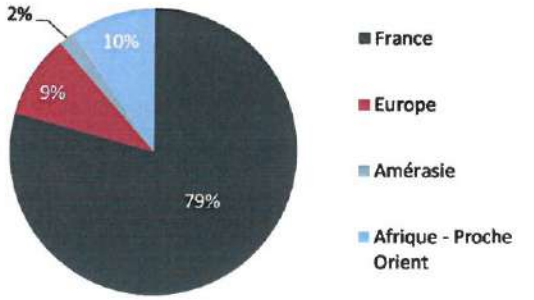
(1) Multiples non calendarisés.

Medasys se spécialise dans la conception, la production et la publication de logiciels utilisés dans les secteurs médical et scientifique. La société produit des solutions logicielles pour les établissements de santé, comme l'organisation de dossiers de patients, de soins infirmiers, de serveurs d'identité et d'organisation de rendez-vous. Il fournit également des solutions logicielles pour les laboratoires, les services de radiologie et les pharmacies.

Répartition du CA par activité



Répartition du CA par zone géographique



Données financières (en M€)

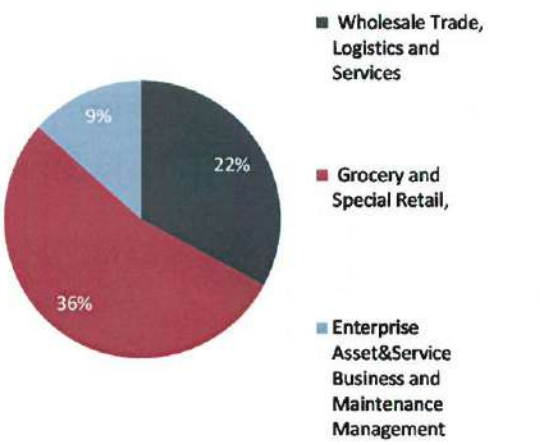
	2015	2016 E	2017 E	2018 E
Chiffre d'affaires	23	26	27	29
EBIT	1	1	1	2
En % du chiffre d'affaires	*2,2%*	*5,0%*	*5,1%*	*5,8%*
Capitalisation boursière	16			
Valeur d'entreprise	24			

VE/CA[1]	1,1x	0,9x	0,9x	0,8x
VE/EBIT[1]	48,5x	18,7x	17,3x	14,5x

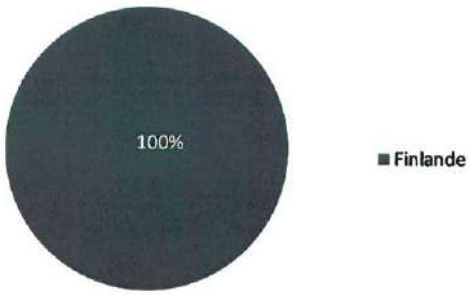
(1) Multiples non calendarisés.

Société Finlandaise, qui fournit des solutions et services de technologie de l'information aux entreprises nationales dans les secteurs du commerce et de l'industrie. Solteq offre des services de contrôle opérationnel et financier destinés aux clients commerciaux, logistiques, industriels et aux administrations publiques. Elle offre deux types de solutions, (1) des solutions de planification des ressources d'entreprise et de gestion financière, et (2) des solutions à valeur ajoutée pour la gestion d'actifs d'entreprise. La société dispose d'un savoir-faire spécialisé dans les domaines du commerce en chaîne, du commerce de détail et du commerce de gros, du commerce automobile et de certains systèmes informatiques des segments de l'industrie et des services connexes.

Répartition du CA par activité



Répartition du CA par zone géographique



Données financières (en M€)

	2015	2016 E	2017 E	2018 E
Chiffre d'affaires	2 678	2 676	2 824	2 861
EBIT	229	236	242	244
En % du chiffre d'affaires	*8,5%*	*8,8%*	*8,6%*	*8,5%*
Capitalisation boursière	2 651			
Valeur d'entreprise	2 835			

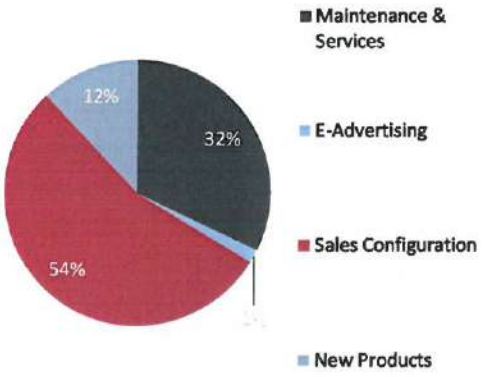
VE/CA[1]	1,1x	1,1x	1,0x	1,0x
VE/EBIT[1]	12,4x	12,0x	11,7x	11,6x

(1) Multiples non calendarisés.

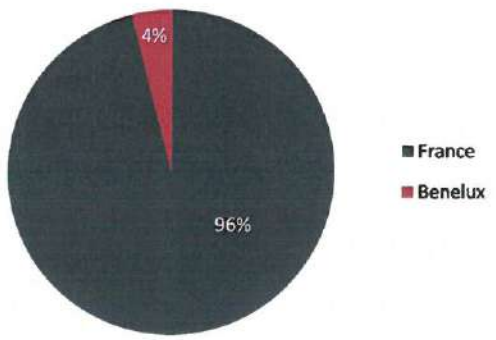
En sa qualité d'éditeur de solutions informatiques, le Groupe assure la maîtrise complète de l'informatisation d'une officine. Dans ce cadre, ses activités sont structurées autour de :

- L'édition de logiciels : conception, développement, maintenance et évolutions ;
- La diffusion des produits : commercialisation directe par son propre réseau d'agences et de filiales ;
- L'intégration et la formation : intégration des matériels, logiciels, reprise et gestion des données, formation et assistance des utilisateurs de l'officine ;
- La maintenance : suivi et entretien de l'environnement informatique de l'officine pharmaceutique

Répartition du CA par activité



Répartition du CA par zone géographique



Données financières (en M€)

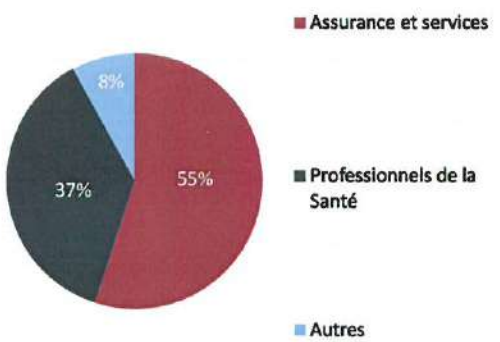
	2015	2016 E	2017 E	2018 E
Chiffre d'affaires	128	141	148	156
EBIT	31	34	36	43
En % du chiffre d'affaires	*24,1%*	*24,1%*	*24,1%*	*27,4%*
Capitalisation boursière	530			
Valeur d'entreprise	489			

VE/CA[1]	3,8x	3,5x	3,3x	3,1x
VE/EBIT[1]	15,8x	14,4x	13,7x	11,4x

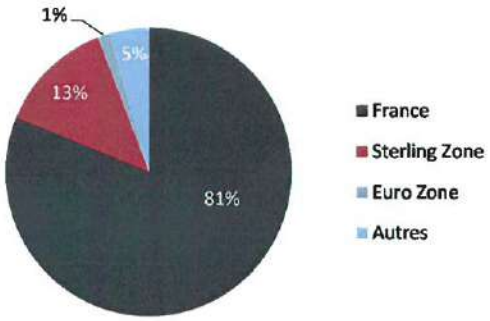
(1) Multiples non calendarisés.

Cegedim propose des prestations de services, des outils informatiques, des logiciels spécialisés, des services de gestion de flux et de bases de données. Ses offres s'adressent notamment aux professionnels de la santé, industries de la santé, laboratoires pharmaceutiques, et compagnies d'assurance.

Répartition du CA par activité



Répartition du CA par zone géographique



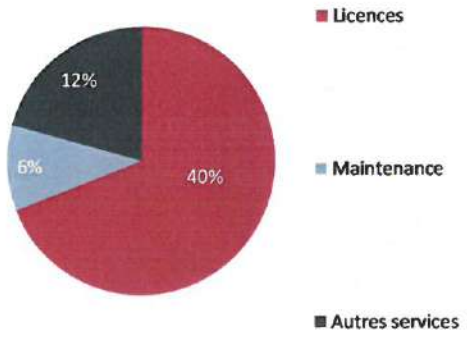
Données financières (en M€)

	2015	2016 E	2017 E	2018 E
Chiffre d'affaires	441	468	493	521
EBIT	24	34	45	56
En % du chiffre d'affaires	*5,5%*	*7,3%*	*9,2%*	*10,7%*
Capitalisation boursière	369			
Valeur d'entreprise	578			
VE/CA[1]	1,3x	1,2x	1,2x	1,1x
VE/EBIT[1]	24,0x	17,0x	12,8x	10,4x

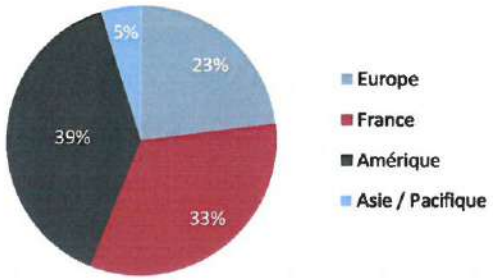
(1) Multiples non calendarisés.

L'offre d'Axway se décline en produits logiciels d'infrastructure et en services autour de ces produits. Ses produits sont basés sur une plate-forme logicielle appelée Synchrony TM. Cette dernière couvre des fonctions telles que le transfert de fichiers de données, la connectivité interentreprises, l'intégration d'applications et la sécurisation des échanges.Axway s'adresse principalement aux grandes entreprises de tous secteurs d'activités principalement dans les services financiers, la Supply Chain, le secteur de la Santé-Social et le secteur public. Le groupe est présent en Europe, aux Etats-Unis et en Asie.

Répartition du CA par activité



Répartition du CA par zone géographique



Données financières (en M€)

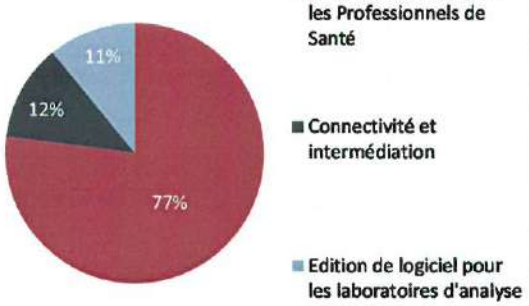
	2015	2016 E	2017 E	2018 E
Chiffre d'affaires	309	337	362	391
EBIT	45	50	59	68
En % du chiffre d'affaires	*14,5%*	*14,8%*	*16,2%*	*17,3%*
Capitalisation boursière	675			
Valeur d'entreprise	653			

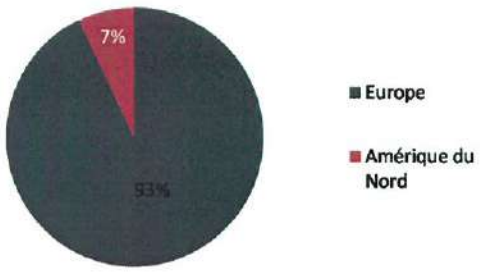
VE/CA[1]	2,1x	1,9x	1,8x	1,7x
VE/EBIT[1]	14,6x	13,1x	11,1x	9,7x

(1) Multiples non calendarisés.

Développeur de logiciels Allemand qui offre des solutions logicielles pour les acteurs de la la santé dont les médecins, les pharmacies, les assurances maladie, les laboratoires, les hôpitaux et les établissements de réadaptation et de soins. Ses activités sont divisées en trois secteurs: Services aux dispensateurs de soins de santé I, Services aux dispensateurs de soins II et Services de connectivité à la santé

Répartition du CA par activité	Répartition du CA par zone géographique





Données financières (en M€)

	2016	2017 E	2018 E	2018 E
Chiffre d'affaires	562	632	717	721
EBIT	89	114	147	149
En % du chiffre d'affaires	*15,8%*	*18,1%*	*20,5%*	*20,7%*
Capitalisation boursière	2 039			
Valeur d'entreprise	2 388			
VE/CA[1]	4,3x	3,8x	3,3x	3,3x
VE/EBIT[1]	26,8x	20,9x	16,2x	16,0x

(1) Multiples non calendarisés.

BM&A

Advisory & Support

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