

*Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis
à l'examen de l'Autorité des Marchés Financiers*

**PROJET D'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIÉE
visant les actions de la société**



initée par

DALET HOLDING, S.A.S.

présentée par

ALANTRA

Banque présentatrice et garante

PROJET DE NOTE EN RÉPONSE ÉTABLI PAR DALET, S.A.

PRIX DE L'OFFRE :

13,52 euros par action Dalet

DURÉE DE L'OFFRE :

15 jours de négociation

**Le calendrier de l'offre sera fixé par l'Autorité des Marchés Financiers (« AMF »)
conformément aux dispositions de son règlement général**



Le présent projet de note en réponse a été déposé auprès de l'AMF le 1^{er} février 2021, conformément aux dispositions de l'article 231-26 de son règlement général. Il a été établi conformément aux dispositions des articles 231-19 et 231-26 du règlement général de l'AMF. Le présent projet de note en réponse reste soumis à l'examen de l'AMF.

AVIS IMPORTANT

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

Dans le cas où, à la clôture de l'offre publique d'achat simplifiée, le nombre d'actions non présentées à l'offre publique d'achat par les actionnaires minoritaires de la société Dalet, S.A. ne représenterait pas plus de 10% du capital social et des droits de vote de la société Dalet, S.A., la société Dalet Holding, S.A.S. envisage de demander à l'AMF, dans un délai de trois mois à l'issue de la clôture de cette offre publique d'achat, la mise en œuvre, conformément aux dispositions des articles L. 433-4 III du Code monétaire et financier et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, de la procédure de retrait obligatoire moyennant une indemnisation égale au prix de l'offre publique d'achat, nette de tous frais, afin de se voir transférer les actions de Dalet, S.A. non apportées à l'offre publique d'achat.

*Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis
à l'examen de l'Autorité des Marchés Financiers*

Le présent projet de note en réponse établi par Dalet, S.A. est disponible sur le site internet de Dalet, S.A. (www.dalet.com) et de l'AMF (www.amf-france.org). Des exemplaires du présent document sont également disponibles sans frais et sur simple demande auprès de : Dalet, S.A. – 16 rue Rivay, Levallois-Perret (92300).

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 l'Initiateur et de Dalet, S.A. 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.....	5
1.1.	Présentation de l'Offre	5
1.2.	Motifs et contexte de l'Offre	6
1.2.1.	<i>Présentation de l'Initiateur</i>	6
1.2.2.	<i>Motifs de l'Offre</i>	7
(a)	Présentation de l'activité de la Société	7
(b)	Présentation des motifs.....	7
1.2.3.	<i>Contexte de l'Offre</i>	8
1.3.	Rappel des principaux termes de l'Offre.....	10
1.3.1.	<i>Termes de l'Offre</i>	10
1.3.2.	<i>Nombre d'actions susceptibles d'être apportées à l'Offre</i>	10
1.3.3.	<i>Modalités de l'Offre</i>	11
1.3.4.	<i>Procédure d'apport à l'Offre</i>	12
1.3.5.	<i>Calendrier indicatif de l'Offre</i>	13
1.3.6.	<i>Restrictions concernant l'Offre à l'étranger</i>	14
(a)	Information à l'attention des actionnaires situés à l'étranger	14
(b)	Information à l'attention des actionnaires situés à l'étranger	14
2.	AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIÉTÉ	16
3.	INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIÉTÉ.....	22
4.	INTENTION DE LA SOCIÉTÉ QUANT AUX ACTIONS AUTODÉTENUES	23
5.	INFORMATION DES SALARIÉS DE LA SOCIÉTÉ.....	24
6.	RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT	25
7.	ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L'APPRÉCIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE	26
7.1.	Term Sheet	26
7.2.	Contrat d'Acquisition Principal.....	26
(a)	Actions de la Société transférées au titre du Contrat d'Acquisition Principal.....	26
(b)	Prix et complément de prix.....	27
7.3.	Contrats d'Acquisition Additionnels.....	28
(a)	Actions de la Société transférées au titre des Contrats d'Acquisition Additionnels.....	28
(b)	Prix et complément de prix.....	28
7.4.	Traité d'apport.....	28
7.5.	Pacte d'associés.....	29
(a)	Gouvernance.....	29
(i)	Gouvernance au niveau de l'Initiateur	29
(ii)	Gouvernance au niveau de la Société.....	30
(b)	Transferts de titres et clauses de sortie	31
(i)	Transferts de titres internes	31
(ii)	Transferts de titres à des tiers au Pacte d'Associés	32
(c)	Engagements d'exclusivité, de non-concurrence, de non-sollicitation et de non-débauchage	33

**Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis
à l'examen de l'Autorité des Marchés Financiers**

7.6. Promesse <i>leavers</i>	33
7.7. Convention de mandat social.....	35
7.8. Engagements d'apport.....	35
7.9. Autres accords dont la Société a connaissance.....	35
8. ÉLÉMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE.....	36
8.1. Structure du capital de la Société	36
8.2. 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.....	36
8.3. 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.....	37
8.4. Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci.....	38
8.5. Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier	39
8.6. Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote.....	39
8.7. Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration et à la modification des statuts de la Société	39
8.7.1. <i>Règles applicables à la nomination et au remplacement des administrateurs</i>	39
8.7.2. <i>Vacance, décès, démission</i>	40
8.7.3. <i>Propriété d'une action</i>	40
8.7.4. <i>Règles applicables aux modifications des statuts</i>	40
8.8. Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres.....	40
8.9. Autorisations réglementaires.....	43
8.10. 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	43
8.11. 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	43
8.12. Mesures susceptibles de faire échouer l'Offre que la Société a mises en œuvre ou décide de mettre en œuvre	43
9. MODALITÉS DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIÉTÉ	44
10. PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITÉ DU PROJET DE NOTE EN RÉPONSE.....	45

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° et 234-2 du règlement général de l'AMF, la société Dalet Holding, société par actions simplifiée au capital de 43.431.032 euros, dont le siège social est situé 64 rue Anatole France – 92300 Levallois-Perret, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 890 097 892 (l'« **Initiateur** »), offre de manière irrévocable aux actionnaires de la société Dalet, société anonyme au capital social de 7.958.764 euros, dont le siège social est situé 16 rue Rivay, Levallois-Perret (92300), immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 378 017 016 et dont les actions sont admises aux négociations sur le compartiment C du marché réglementé d'Euronext Paris (« **Euronext Paris** ») sous le code ISIN FR0011026749 (« **Dalet** » ou la « **Société** »), d'acquérir la totalité de leurs actions Dalet au prix unitaire de 13,52 euros (le « **Prix de l'Offre** ») dans le cadre d'une offre publique d'achat simplifiée (l'« **Offre** »), dont les conditions sont décrites dans le présent projet de note en réponse (le « **Projet de Note en Réponse** ») ainsi que dans le projet de note d'information de l'Initiateur déposé auprès de l'AMF le 11 janvier 2021 (le « **Projet de Note d'Information** »).

L'Offre fait suite à l'acquisition par l'Initiateur par voie :

- de cessions hors marché en date du 3 décembre 2020, de 1.497.974 actions Dalet, représentant 37,64% du capital social et 32,30% des droits de vote de la Société, à un prix de 13,52 euros par action Dalet ; et
- d'apport de titres, le 3 décembre 2020, de 1.714.380 actions Dalet, représentant 43,08% du capital social et 52,08% des droits de vote de la Société, à un prix de 13,52 euros par action Dalet apportée ;

(l'« **Acquisition du Bloc de Contrôle** »).

À la suite de l'acquisition par l'Initiateur (par l'intermédiaire de Gilbert Dupont) d'un total de 130.934 actions Dalet au prix unitaire de 13,52 euros, soit le Prix de l'Offre, postérieurement à la publication par l'AMF de l'avis de dépôt du projet d'Offre et jusqu'au 29 janvier 2021 (inclus) en application de l'article 231-38 IV du règlement général de l'AMF, l'Initiateur détient, au 31 janvier 2021, 3.343.288 actions Dalet et 3.343.288 droits de vote de la Société, représentant 84,02% du capital social¹ et 83,77% des droits de vote de la Société.²

L'Initiateur a indiqué ne pas agir de concert avec un tiers ou un actionnaire de la Société.

Le Prix de l'Offre est de 13,52 euros par action Dalet, soit un prix identique à celui payé par l'Initiateur en numéraire ou en titres dans le cadre de l'Acquisition du Bloc de Contrôle.

¹ Sur un total de 3.979.382 actions au 31 janvier 2021.

² Sur un total de 3.991.022 droits de vote théoriques en date du 31 janvier 2021 (conformément à l'article 223-11 I alinéa 2 du règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers, en ce compris les droits de vote attachés aux 17.977 actions auto-détenues et privées de droits de vote).

*Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis
à l'examen de l'Autorité des Marchés Financiers*

Conformément aux dispositions de l'article 234-2 du règlement général de l'AMF, l'Offre porte sur la totalité des actions de la Société non détenues, directement ou indirectement, par l'Initiateur à la date du dépôt du projet d'Offre, à l'exception des 17.977 actions auto-détenues par la Société, soit, sur la base du capital social de la Société à la date du présent Projet de Note en Réponse, un nombre maximum de 618.117 actions Dalet, représentant 15,53% du capital social et 15,78% des droits de vote théoriques de la Société.

Il n'existe aucun autre droit, titre de capital ou instrument financier pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société.

L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée régie par les articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF. L'Offre sera ouverte pour une durée de quinze (15) jours de négociation. Elle sera réalisée par achats sur le marché conformément à l'article 233-2 du règlement général de l'AMF.

Dans le cas où, à la clôture de l'Offre, les actionnaires n'ayant pas apporté leurs titres à l'Offre ne représenteraient pas plus de 10% du capital social et des droits de vote de la Société, l'Initiateur envisage de demander, dans un délai de trois (3) mois à l'issue de la clôture de l'Offre, conformément aux articles L. 433-4 III du Code monétaire et financier et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les actions Dalet non apportées à l'Offre moyennant une indemnisation égale au Prix de l'Offre, soit 13,52 euros par action Dalet.

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, l'Offre est présentée par Alantra Capital Markets, agissant en tant qu'établissement présentateur de l'Offre et représentant l'Initiateur (l'« **Établissement Présentateur** »). L'Établissement Présentateur garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

1.2. Motifs et contexte de l'Offre

1.2.1. Présentation de l'Initiateur

L'Initiateur est une société holding constituée pour les besoins de l'Offre et de la détention de la participation au capital de la Société et des autres filiales ou participations que l'Initiateur viendrait à détenir.

L'Initiateur a été immatriculé le 16 octobre 2020. A la date du présent Projet de Note en Réponse, il est majoritairement détenu par Long Path Private Investment Partners I SCSp, société en commandite spéciale de droit luxembourgeois, dont le siège social est situé 6 rue Eugène Ruppert 2453 Luxembourg, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Luxembourg sous le numéro B248019, elle-même (i) gérée par Long Path Private Investment Partners I GP S.à r.l., société à responsabilité limitée de droit luxembourgeois, dont le siège social est situé 6 rue Eugène Ruppert 2453 Luxembourg, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Luxembourg sous le numéro B247768 et (ii) détenue par des investisseurs personnes physiques et morales (dont aucun ne détient plus de 25 % du capital social de Long Path Private Investment Partners I SCSp).

1.2.2. Motifs de l'Offre

(a) Présentation de l'activité de la Société

La Société développe des solutions permettant aux diffuseurs et aux professionnels des médias de créer, de gérer et de distribuer des contenus plus rapidement et avec plus d'efficacité, afin de maximiser la valeur de leurs assets média. La Société propose une riche palette d'outils collaboratifs, permettant de gérer de bout en bout des workflows pour salles de rédaction (« News »), programmes d'informations, de sports et de divertissement, la post-production, l'archivage, la radio, les organismes gouvernementaux et *corporate*.

Les plateformes de la Société sont modulaires et évolutives. Elles proposent des applications ciblées riches en fonctionnalités permettant d'adresser des missions critiques pour des petites et grandes organisations média, telles que la planification, l'orchestration de *workflow*, l'acquisition, le catalogage, le montage, le transcodage, l'automatisation de diffusion, la distribution multiplateforme et l'*analytics*.

L'intégration de l'activité Ooyala Flex Media Platform acquise en 2019 a ouvert de vastes possibilités aux clients de Dalet pour déployer des stratégies digitales innovantes. En leur permettant de mieux adresser leur audience grâce à une distribution multi-plateforme agile de contenu, la solution s'adapte à un plus large éventail de marchés, tels que les équipes et les ligues de sport, les marques et les organisations d'entreprises, mais aussi les sociétés de médias qui élargissent leurs offres digitales.

Les solutions Dalet peuvent être installées sur site client, ou de plus en plus sur des plateformes cloud. Les revenus de Dalet sont composés de la vente de licences et de support-maintenance associés, d'abonnement pour les clients en mode souscription, de services (analyse de workflow, configuration, formation), et dans une moindre mesure de vente de matériels (serveurs spécialisés pour l'acquisition et la diffusion vidéo et graphiques associés).

Les outils Dalet sont utilisés dans le monde entier par des milliers de producteurs et de distributeurs de contenus, y compris des opérateurs publics de télévision et de radio (BBC, FMM, France TV, Radio Canada, RAI, TV2 Denmark, RFI, Russia Today, RT Malaysia, SBS Australia, VOA), les plus grands réseaux et opérateurs privés (Canal+, Fox, Euronews, MBC Dubai, MediaCorp, Fox Sports Australia, Turner Asia, Mediaset, Orange, Charter Spectrum, Warner Bros, Sirius-XM Radio), des organisations sportives (National Rugby League, FIVB, Bundesliga) et des organismes gouvernementaux (Parlement Britannique, NATO, Nations Unies, Veterans Affairs, NASA).

(b) Présentation des motifs

L'Offre, ainsi que l'Acquisition du Bloc de Contrôle à la suite de laquelle elle s'inscrit (telle que détaillée au paragraphe 1.2.3 ci-dessous), est motivée par la transformation du groupe Dalet, (évolution de ses offres vers le *Cloud*, solutions agiles et modèle de revenus récurrent, initiée avec l'acquisition de la plateforme Ooyala Flex en 2019). Dans un contexte économique incertain, Dalet bénéficierait ainsi de ressources pérennes pour mener à bien les investissements nécessaires pour répondre aux enjeux futurs de son industrie.

1.2.3. Contexte de l'Offre

Long Path Partners LP (« **Long Path** ») est indirectement entré au capital de la Société par l'intermédiaire de Long Path Smaller Companies Fund LP par achats de titres sur le marché à partir de septembre 2018 jusqu'à détenir 444.237 actions, soit 11,16% du capital en septembre 2020. En novembre 2020, Long Path a transféré 95.755 actions Dalet et Monsieur John J. Pinto 59.920 actions Dalet à Long Path Private Investment Partners I SCSp, qui a apportées ces 155.675 actions Dalet à l'Initiateur en date du 3 décembre 2020 à l'occasion de l'Apport (tel que ce terme est défini ci-après). Les 348.482 actions Dalet restantes toujours détenues par Long Path Smaller Companies Fund LP ont été transférées à l'Initiateur en date du 3 décembre 2020 à l'occasion de l'Acquisition du Bloc de Contrôle. Long Path détient, à la date des présentes, un siège de censeur au conseil d'administration de la Société.

Long Path est entré en négociations exclusives avec Monsieur David Lasry, Monsieur Stéphane Schlayen, Monsieur Stéphane Guez, Monsieur Michaël Elhadad, Monsieur Salomon Elhadad, Monsieur Nicolas Breugnon (les « **Top Managers** »), Windcrest Partners, Windcrest Partners II LP, Hinsdale LLC, SOJE Fund LP et Monsieur John Pinto (les « **Actionnaires Historiques Réinvestisseurs** », et ensemble avec les Top Managers, les « **Actionnaires de Référence** ») en vue de l'acquisition de l'intégralité des titres de la Société par le biais de l'Initiateur.

Dans cette perspective, Long Path a conclu, en date du 21 octobre 2020, avec les Actionnaires de Référence (à l'exception de Windcrest Partners II LP) une promesse irrévocable d'achat (*put option agreement*) (la « **Promesse** »), en vertu de laquelle, Long Path s'est engagé à acquérir, sous réserve de l'avis favorable du comité social et économique de la Société (le « **CSE** ») sur l'Acquisition du Bloc de Contrôle:

- 2.560.865 actions ordinaires de la Société, représentant 64,4 % du capital social de la Société, par voie (i) d'apports de titres ou (ii) de cessions d'actions hors marché, en vertu d'un contrat d'acquisition principal à conclure ;
- 651.564 actions ordinaires de la Société, représentant 15,7% du capital social de la Société, par voie de cessions d'actions hors marché, en vertu de contrats d'acquisition additionnels à conclure ;
- le solde des actions composant le capital social de la Société dans le cadre de l'Offre.

La signature de cette Promesse a fait l'objet d'un communiqué de presse de la Société publié le 22 octobre 2020. Cette publication a marqué l'ouverture d'une période de pré-offre qui a fait l'objet d'un avis publié par l'AMF le 22 octobre 2020 sous le numéro 220C4513.

L'avis favorable du CSE de la Société sur l'Acquisition du Bloc de Contrôle a été obtenu en date du 23 octobre 2020.

*Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis
à l'examen de l'Autorité des Marchés Financiers*

Le 26 octobre 2020, le conseil d'administration de la Société a désigné le cabinet FINEXSI, représenté par Messieurs Olivier Peronnet et Errick Uzzan, en qualité d'expert indépendant (l'« **Expert Indépendant** ») conformément aux dispositions des articles 261-1 I, 1°, 2° et 4°, et 261-1 II du règlement général de l'AMF, et sous condition suspensive du non-exercice par l'AMF de son droit d'opposition. Après examen lors du collège de l'AMF en date du 10 novembre 2020, l'AMF n'a pas exercé son droit d'opposition.

En conséquence de l'obtention de l'avis favorable du CSE, ont été conclus le 4 novembre 2020 :

- un contrat d'acquisition principal (le « **Contrat d'Acquisition Principal** »), décrit à la section 7.2, entre l'Initiateur, les Actionnaires de Référence, Long Path Smaller Companies Fund LP, Long Path Private Investment Partners I SCSp, Madame Emma Pinto, Madame Sarah Pinto, Monsieur Jacob Pinto et Monsieur Owen Pinto, relatif au transfert, par voie de cession et d'apport en nature, au profit de l'Initiateur de 2.560.820 actions de la Société au prix unitaire de 13,52 euros ; le transfert desdites actions Dalet devant intervenir le 31 décembre 2020 au plus tard ;
- dix-huit (18) contrats d'acquisition additionnels (les « **Contrats d'Acquisition Additionnels** »), décrits à la section 7.3, entre l'Initiateur et des cadres ou anciens cadres de la Société ainsi que des investisseurs institutionnels relatifs à l'acquisition d'un nombre total de 651.534 actions de la Société au prix unitaire de 13,52 euros (les « **Acquisitions Additionnelles** »). Le transfert des actions devant intervenir dans les 10 jours ouvrés suivant la réalisation de la condition suspensive au traité d'apport et au plus tard 10 jours ouvrés suivant le 15 décembre 2020 ;
- un *term sheet* (le « **Term Sheet** »), décrit à la section 7.1, conclu entre les Actionnaires de Référence et Long Path Partners, et une lettre avenant y afférent en date du 3 décembre 2020 (la « **Lettre Avenant** »).

La signature de ces accords a fait l'objet d'un communiqué de presse de la Société publié le 4 novembre 2020.

Le 20 novembre 2020, conformément au Contrat d'Acquisition Principal, l'Initiateur a conclu avec les Actionnaires de Référence et Long Path Private Investment Partners I SCSp, un Traité d'Apport (tel que ce terme est défini ci-après) prévoyant l'apport hors marché de 1.714.380 actions de la Société détenues par les Actionnaires Apporteurs au bénéfice de l'Initiateur à un prix d'apport de 13,52 euros par action. Le 3 décembre 2020, 1.497.974 actions Dalet objets du Contrat d'Acquisition Principal et des Contrats d'Acquisition Additionnels ont été cédées à l'Initiateur. Par ailleurs, le même jour, 1.714.380 actions Dalet ont été apportées au terme du Traité d'Apport. La réalisation de l'Acquisition du Bloc de Contrôle a fait l'objet d'un communiqué de presse publié le 4 décembre 2020.

Par suite des opérations réalisées le 3 décembre 2020, le capital social de Dalet était réparti comme suit :

	Nombre de titres composant le capital social	% du capital social
Dalet Holding SAS	3.212.354	80,72%
Auto-détention	17.977	0,45%
Flottant	749.051	18,82%
TOTAL	3.979.382	100,00%

*Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis
à l'examen de l'Autorité des Marchés Financiers*

Le 11 janvier 2021, l'Établissement Présentateur a déposé, pour le compte de l'Initiateur, le Projet de Note d'Information relatif à l'Offre conformément aux articles 233-1, 2° et 234-2 du règlement général de l'AMF.

Postérieurement à la publication par l'AMF de l'avis de dépôt du projet d'Offre le 11 janvier 2021 et jusqu'au 29 janvier 2021 (inclus), en application de l'article 231-38 IV du règlement général de l'AMF, l'Initiateur (par l'intermédiaire de Gilbert Dupont) a acquis un total de 130.934 actions Dalet au prix unitaire de 13,52 euros, soit le Prix de l'Offre. Ces acquisitions ont fait l'objet de déclarations à l'AMF en application des articles 231-46 du règlement général de l'AMF.

En conséquence le capital social de Dalet est réparti comme suit à la date du présent Projet de Note en Réponse :

	Nombre de titres composant le capital social	% du capital social
Dalet Holding SAS	3.343.288	84,02%
Auto-détention	17.977	0,45%
Flottant	618.117	15,53%
TOTAL	3.979.382	100,00%

1.3. Rappel des principaux termes de l'Offre

1.3.1. Termes de l'Offre

En application de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, l'Établissement Présentateur, agissant pour le compte de l'Initiateur, a déposé auprès de l'AMF, le 11 janvier 2021, le projet d'Offre sous la forme d'une offre publique d'achat simplifiée portant sur l'intégralité des actions composant le capital social de la Société non encore détenues au jour du dépôt du projet d'Offre par l'Initiateur (voir section 1.3.2 pour plus d'informations sur le nombre d'actions de la Société effectivement visées par l'Offre), à l'exception des 17.977 actions Dalet autodétenues par la Société.

Conformément à l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, l'Établissement Présentateur garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

L'Offre revêt un caractère obligatoire et sera réalisée selon la procédure simplifiée en application des dispositions des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

L'Initiateur s'est engagé irrévocablement à acquérir, auprès des actionnaires de la Société, toutes les actions visées par l'Offre et qui seront apportées à l'Offre, au prix de 13,52 euros par action, pendant une période de quinze (15) jours de négociation.

1.3.2. Nombre d'actions susceptibles d'être apportées à l'Offre

A la date du Projet de Note en Réponse, l'Initiateur détient 3.343.288 actions représentant 84,02% du capital et 83,77% des droits de vote théoriques de la Société.

Conformément à l'article 231-6 du règlement général de l'AMF, l'Offre porte sur l'intégralité des actions composant le capital social de la Société non détenues, directement ou indirectement, par

*Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis
à l'examen de l'Autorité des Marchés Financiers*

l'Initiateur à la date du Projet de Note d'Information, à l'exception des 17.977 actions autodétenues par la Société, soit, sur la base du capital social de la Société à la date du présent Projet de Note en Réponse, un nombre maximum de 618.117 actions de la Société.

A la date du présent Projet de Note en Réponse, il n'existe aucun autre droit en cours de validité, titre de capital ou instrument financier émis par la Société susceptible de donner, immédiatement ou à terme, accès au capital social ou aux droits de vote de la Société.

1.3.3. Modalités de l'Offre

Conformément à l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, le projet d'Offre et le Projet de Note d'Information ont été déposés auprès de l'AMF le 11 janvier 2021.

Un communiqué de presse comportant les principaux éléments de l'Offre a été diffusé par l'Initiateur le 11 janvier 2021. Un avis de dépôt a été publié par l'AMF sur son site internet (www.amf-france.org).

Le Projet de Note en Réponse a été déposé auprès de l'AMF le 1^{er} février 2021. Conformément à l'article 231-16 du règlement général de l'AMF, le Projet de Note en Réponse tel que déposé auprès de l'AMF a été mis en ligne sur le site internet de l'AMF (www.amf-france.org), de l'Initiateur (www.daletholding.com) et de la Société (www.dalet.com). Il est également tenu gratuitement à la disposition du public au siège social de la Société.

Ce projet d'Offre et le Projet de Note d'Information et le Projet de Note en Réponse restent soumis à l'examen de l'AMF.

L'AMF publiera sur son site internet (www.amf-france.org) une déclaration de conformité concernant l'Offre après s'être assurée de la conformité de l'Offre aux dispositions légales et réglementaires qui lui sont applicables. En application de l'article 231-23 du règlement général de l'AMF, cette déclaration de conformité emportera visa du Projet de Note d'Information par l'AMF.

Le Projet de Note en Réponse, après avoir reçu le visa de l'AMF sera, conformément aux dispositions de l'article 231-27 du règlement général de l'AMF, déposé à l'AMF et tenu gratuitement à la disposition du public auprès la Société avant l'ouverture de l'Offre et au plus tard le deuxième jour de négociation suivant la déclaration de conformité ; un communiqué de presse précisant les modalités de mise à disposition de cette note en réponse sera publié avant l'ouverture de l'Offre et au plus tard le deuxième jour de négociation suivant la déclaration de conformité. Le document « autres informations » relatif aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société sera, conformément aux dispositions de l'article 231-27 du règlement général de l'AMF, déposé à l'AMF et tenu gratuitement à la disposition du public auprès de la Société au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre.

Un communiqué de presse précisant les modalités de mise à disposition de ces documents sera publié au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre. Ces documents seront également disponibles sur le site internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (www.dalet.com).

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF publiera un avis d'ouverture et de calendrier de l'Offre, et Euronext Paris publiera un avis rappelant la teneur de l'Offre et annonçant le calendrier et les principales caractéristiques de l'Offre.

1.3.4. Procédure d'apport à l'Offre

L'Offre sera ouverte pendant une période de quinze (15) jours de négociation, conformément aux dispositions de l'article 233-2 du règlement général de l'AMF. L'AMF pourra, après avoir fixé la date de clôture de l'Offre, la reporter conformément à son règlement général. L'attention des actionnaires de la Société est attirée sur le fait que l'Offre étant réalisée selon la procédure simplifiée, conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF, elle ne sera pas réouverte à la suite de la publication du résultat définitif de l'Offre.

Les actionnaires de la Société dont les actions sont inscrites sur un compte tenu par un intermédiaire financier (y compris, les courtiers, les établissements de crédit et les institutions financières) souhaitant participer à l'Offre, devront transmettre à leur intermédiaire financier un ordre de vente irrévocable conforme au modèle fourni par leur intermédiaire financier.

Les actionnaires de la Société qui apporteront leurs actions à l'Offre devront se rapprocher de leurs intermédiaires financiers respectifs afin de se renseigner sur les éventuelles contraintes de chacun de ces intermédiaires ainsi que sur leurs procédures propres de prise en compte des ordres de vente afin d'être en mesure d'apporter leurs actions à l'Offre dans les délais impartis.

Les actions de la Société détenues au nominatif devront être converties au porteur pour pouvoir être apportées à l'Offre. En conséquence, les actionnaires dont les actions sont détenues sous la forme nominative qui souhaitent apporter leurs actions à l'Offre devront préalablement demander leur conversion au porteur dès que possible auprès de leur intermédiaire financier – teneur de compte. Il est précisé que la conversion au porteur d'actions inscrites au nominatif pourrait entraîner la perte pour ces actionnaires d'avantages liés à la détention de leurs titres sous la forme nominative.

Les actions de la Société apportées à l'Offre devront être librement négociables et libres de tout privilège, gage, nantissement et autre sûreté ou restriction de quelque nature que ce soit restreignant le libre transfert de leur propriété. L'Initiateur se réserve le droit d'écarter, à sa seule discrétion, toute action de la Société apportée qui ne répondrait pas à cette condition.

L'Offre et tous les documents y afférents sont soumis au droit français. Tout différend ou litige, de quelque nature que ce soit, se rattachant à l'Offre sera porté devant les tribunaux compétents.

Les ordres de présentation des actions de la Société à l'Offre sont irrévocables.

Les actionnaires de la Société souhaitant apporter leurs actions de la Société à l'Offre devront remettre leur ordre de vente au plus tard le dernier jour de l'Offre. Les frais de négociation (y compris les frais de courtage, les commissions bancaires et la TVA afférente) resteront en totalité à la charge des actionnaires de la Société apportant à l'Offre.

Dans le cadre de l'Offre, aucune commission ne sera versée par l'Initiateur à un quelconque intermédiaire des actionnaires de la Société.

1.3.5. Calendrier indicatif de l'Offre

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

Un calendrier indicatif est proposé ci-dessous :

11 janvier 2021	<ul style="list-style-type: none">- Dépôt du projet d'Offre et du Projet de Note d'Information auprès de l'AMF ;- Mise à disposition du public aux sièges de l'Initiateur et de l'Établissement Présentateur et mise en ligne sur le site internet de l'AMF du Projet de Note d'Information de l'Initiateur ;- Diffusion du communiqué de dépôt et de mise à disposition du Projet de Note d'Information de l'Initiateur.
1 ^{er} février 2021	<ul style="list-style-type: none">- Dépôt du Projet de Note en Réponse de la Société auprès de l'AMF (comprenant l'avis motivé du conseil d'administration de la Société et le rapport de l'Expert Indépendant) ;- Mise à disposition du public au siège de la Société et mise en ligne sur les sites internet de la Société et de l'AMF du Projet de Note en Réponse de la Société ;- Diffusion du communiqué de mise à disposition du Projet de Note en Réponse de la Société.
16 février 2021	<ul style="list-style-type: none">- Déclaration de conformité de l'Offre par l'AMF emportant visa de la note d'information de l'Initiateur et de la note en réponse de la Société ;- Mise à disposition du public aux sièges de l'Initiateur et de l'Établissement Présentateur et mise en ligne sur le site internet de l'AMF de la note d'information de l'Initiateur ;- Mise à disposition du public au siège de la Société et mise en ligne sur les sites internet de l'AMF et de la Société de la note en réponse de la Société ;- Dépôt auprès de l'AMF des documents « Autres Informations » relatifs aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur et de la Société.
17 février 2021	<ul style="list-style-type: none">- Mise à disposition du public aux sièges de l'Initiateur et de l'Établissement Présentateur et mise en ligne sur le site internet de l'AMF du document « Autres Informations » relatif aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur ;- Mise à disposition du public au siège de la Société et mise en ligne sur les sites internet de la Société et de l'AMF du document « Autres Informations » relatif aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société ;- Diffusion du communiqué de mise à disposition de la note d'information de l'Initiateur et du document « Autres Informations » de l'Initiateur ;- Diffusion du communiqué de mise à disposition de la note en réponse de la Société et du document « Autres Informations » de la Société ;- Diffusion par l'AMF de l'avis d'ouverture de l'Offre ;- Diffusion par Euronext Paris de l'avis relatif à l'Offre et ses modalités.
18 février 2021	Ouverture de l'Offre.
10 mars 2021	Clôture de l'Offre.
12 mars 2021	Publication de l'avis de résultat de l'Offre par l'AMF.

1.3.6. Restrictions concernant l'Offre à l'étranger

L'Offre est faite exclusivement en France.

(a) Information à l'attention des actionnaires situés à l'étranger

Aucun document relatif à l'Offre n'est destiné à être diffusé dans les pays autres que la France. Le présent Projet de Note en Réponse et tout autre document relatif à l'Offre ne constituent pas une offre en vue de vendre, d'échanger ou d'acquérir des titres financiers ou une sollicitation en vue d'une telle offre dans un quelconque pays où ce type d'offre ou de sollicitation serait illégale ou à l'adresse de quelqu'un envers qui une telle offre ne pourrait être valablement faite. Les actionnaires de la Société situés ailleurs qu'en France ne peuvent participer à l'Offre que dans la mesure où une telle participation est autorisée par le droit local auquel ils sont soumis, sans qu'aucune formalité ou publicité ne soit requise de la part de l'Initiateur.

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

Les personnes venant à entrer en possession du présent Projet de Note en Réponse ou de tout autre document relatif à l'Offre doivent se tenir informées des restrictions légales ou réglementaires applicables et les respecter. Le non-respect de ces restrictions est susceptible de constituer une violation des lois et règlements applicables en matière boursière dans certains pays.

L'Initiateur décline toute responsabilité en cas de violation par toute personne située hors de France des restrictions légales ou réglementaires étrangères qui lui sont applicables.

(b) Information à l'attention des actionnaires situés à l'étranger

Aucun document relatif à l'Offre, y compris le présent Projet de Note en Réponse, ne constitue une extension de l'Offre aux États-Unis et l'Offre n'est pas faite, directement ou indirectement, aux États-Unis, à des personnes ayant résidence aux États-Unis ou « *US persons* » (au sens du Règlement S pris en vertu de l'*U.S. Securities Act* de 1933 tel que modifié), par les moyens des services postaux ou par tout moyen de communication ou instrument de commerce (y compris, sans limitation, la transmission par télécopie, télex, téléphone ou courrier électronique) des États-Unis ou par l'intermédiaire des services d'une bourse de valeurs des États-Unis. En conséquence, aucun exemplaire ou copie du présent Projet de Note en Réponse, et aucun autre document relatif au présent Projet de Note en Réponse ou à l'Offre, ne pourra être envoyé par courrier, ni communiqué et diffusé par un intermédiaire ou toute autre personne aux États-Unis de quelque manière que ce soit.

Aucun actionnaire de la Société ne pourra apporter ses actions à l'Offre s'il n'est pas en mesure de déclarer (i) qu'il n'est pas une « *US Person* », (ii) qu'il n'a pas reçu aux États-Unis de copie du présent Projet de Note en Réponse ou de tout autre document relatif à l'Offre, et qu'il n'a pas envoyé de tels documents aux États-Unis, (iii) qu'il n'a pas utilisé, directement ou indirectement, les services postaux, les moyens de télécommunications ou autres instruments de commerce ou les services d'une bourse de valeurs des États-Unis en relation avec l'Offre, (iv) qu'il n'était pas sur le territoire des États-Unis lorsqu'il a accepté les termes de l'Offre, ou transmis son ordre d'apport de titres, et (v) qu'il n'est ni

*Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis
à l'examen de l'Autorité des Marchés Financiers*

agent ni mandataire agissant pour un mandant autre qu'un mandant lui ayant communiqué ses instructions en dehors des États-Unis. Les intermédiaires habilités ne pourront pas accepter les ordres d'apport de titres qui n'auront pas été effectués en conformité avec les dispositions ci-dessus à l'exception de toute autorisation ou instruction contraire de ou pour le compte de l'Initiateur, à la discrétion de ce dernier. Toute acceptation de l'Offre dont on pourrait supposer qu'elle résulterait d'une violation de ces restrictions serait réputée nulle.

Le présent Projet de Note en Réponse ne constitue ni une offre d'achat ou de vente ni une sollicitation d'un ordre d'achat ou de vente de valeurs mobilières aux États-Unis et n'a pas été soumise à la *Securities and Exchange Commission* des États-Unis.

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

2. AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIÉTÉ

Le conseil d'administration de la Société est actuellement composé de six membres comme suit :

- Monsieur David LASRY, président du conseil et directeur général,
- Monsieur Stéphane GUEZ, administrateur et directeur général délégué,
- Monsieur Michael ELHADAD, administrateur,
- Madame Anna Mae SOKUSKY, administrateur,
- Monsieur John J. PINTO, administrateur,
- La société Windcrest Partners, administrateur, représentée par Madame Catherine Ann GELLERT.

La société Long Path Partners, censeur, représentée par Monsieur Brian Nelson, et Monsieur Errick Uzzan, du cabinet FINEXSI, en qualité d'expert indépendant, ont également assisté à la réunion.

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, les membres du conseil de d'administration se sont réunis, le 29 janvier 2021, sur convocation de Monsieur David Lasry, président du conseil d'administration, à l'effet (i) d'examiner le projet d'Offre déposé par l'Initiateur visant les actions non détenues par ce dernier et (ii) de rendre un avis motivé sur l'intérêt et les conséquences de l'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

La délibération du conseil d'administration contenant l'avis motivé est reproduite ci-dessous :

« Rappel des termes de l'Offre :

*Le Président rappelle que Long Path Partners LP (« **Long Path** ») est entré en négociations exclusives avec Monsieur David Lasry, Monsieur Stéphane Schlayen, Monsieur Stéphane Guez, Monsieur Michaël Elhadad, Monsieur Salomon Elhadad, Monsieur Nicolas Breugnon (les « **Top Managers** »), Windcrest Partners LP, Windcrest Partners II, Hinsdale LLC, SOJE Fund LP et Monsieur John Pinto (les « **Actionnaires Historiques Réinvestisseurs** », et ensemble avec les Top Managers, les « **Actionnaires de Référence** ») en vue de l'acquisition de l'intégralité des titres de la Société (l'« **Offre** ») par le biais de Dalet Holding, société par actions simplifiée au capital de 43.431.032 euros, dont le siège social est situé 64 rue Anatole France – 92300 Levallois-Perret, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 890 097 892 (l'« **Initiateur** »).*

*Dans cette perspective, Long Path a conclu, en date du 21 octobre 2020, avec les Actionnaires de Référence (à l'exception de Windcrest Partners II LP) une promesse irrévocable d'achat (put option agreement) (la « **Promesse** »), en vertu de laquelle, Long Path s'est engagé à acquérir, sous réserve de l'avis favorable du comité social et économique de la Société (le « **CSE** ») sur l'Acquisition du Bloc de Contrôle (tel que ce terme est défini ci-après) :*

- *2.560.865 actions ordinaires de la Société, représentant 64,4 % du capital social de la Société, par voie (i) d'apports de titres ou (ii) de cessions d'actions hors marché, en vertu d'un contrat d'acquisition principal à conclure ;*
- *651.564 actions ordinaires de la Société, représentant 15,7% du capital social de la Société, par voie de cessions d'actions hors marché, en vertu de contrats d'acquisition additionnels à conclure ;*
- *le solde des actions composant le capital social de la Société dans le cadre de l'Offre.*

**Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis
à l'examen de l'Autorité des Marchés Financiers**

La signature de cette Promesse a fait l'objet d'un communiqué de presse de la Société publié le 22 octobre 2020. Cette publication a marqué l'ouverture d'une période de pré-offre qui a fait l'objet d'un avis publié par l'AMF le 22 octobre 2020 sous le numéro 220C4513.

L'avis favorable du CSE de la Société sur l'Acquisition du Bloc de Contrôle (tel que ce terme est défini ci-après) a été obtenu en date du 23 octobre 2020.

Le 26 octobre 2020, le Conseil de la Société a désigné le cabinet FINEXSI, représenté par Messieurs Olivier Peronnet et Errick Uzzan, en qualité d'expert indépendant (l'« **Expert Indépendant** ») conformément aux dispositions des articles 261-1 I, 1°, 2° et 4°, et 261-1 II du règlement général de l'AMF, et sous condition suspensive du non-exercice par l'AMF de son droit d'opposition. Après examen lors du collège de l'AMF en date du 10 novembre 2020, l'AMF n'a pas exercé son droit d'opposition.

En conséquence de l'obtention de l'avis favorable du CSE, ont été conclus le 4 novembre 2020 :

- un contrat d'acquisition principal (le « **Contrat d'Acquisition Principal** »), entre l'Initiateur, les Actionnaires de Référence, Long Path Smaller Companies Fund LP, Long Path Private Investment Partners I SCSp, Madame Emma Pinto, Madame Sarah Pinto, Monsieur Jacob Pinto et Monsieur Owen Pinto, relatif au transfert, par voie de cession et d'apport en nature, au profit de l'Initiateur de 2.560.820 actions de la Société au prix unitaire de 13,52 euros ; le transfert desdites actions de la Société devant intervenir le 31 décembre 2020 au plus tard ;
- dix-huit (18) contrats d'acquisition additionnels (les « **Contrats d'Acquisition Additionnels** »), entre l'Initiateur et des cadres ou anciens cadres de la Société ainsi que des investisseurs institutionnels relatifs à l'acquisition d'un nombre total de 651.534 actions de la Société au prix unitaire de 13,52 euros (les « **Acquisitions Additionnelles** »). Le transfert des actions devant intervenir dans les 10 jours ouvrés suivant la réalisation de la condition suspensive au traité d'apport et au plus tard 10 jours ouvrés suivant le 15 décembre 2020 ;
- un term sheet (le « **Term Sheet** »), conclu entre les Actionnaires de Référence et Long Path Partners, et une lettre avenant y afférent en date du 3 décembre 2020 (la « **Lettre Avenant** »), étant précisé que l'Initiateur a depuis renoncé à la mise en place des plans d'incitation initialement envisagés, et ce pour les douze prochains mois.

La signature de ces accords a fait l'objet d'un communiqué de presse de la Société publié le 4 novembre 2020.

Le 20 novembre 2020, conformément au Contrat d'Acquisition Principal, l'Initiateur a conclu avec les Actionnaires de Référence et Long Path Private Investment Partners I SCSp, un traité d'apport (le « **Traité d'Apport** ») prévoyant l'apport hors marché de 1.714.380 actions de la Société détenues par les Actionnaires Apporteurs au bénéfice de l'Initiateur à un prix d'apport de 13,52 euros par action.

Le 3 décembre 2020, 1.497.974 actions de la Société objets du Contrat d'Acquisition Principal et des Contrats d'Acquisition Additionnels ont été cédées à l'Initiateur (le « **Transfert de Titres** »). Par ailleurs, 1.714.380 actions de la Société ont été apportées en date du 3 décembre 2020 au terme du Traité d'Apport (l'« **Apport** ») et, ensemble avec le Transfert de Titres, l'« **Acquisition du Bloc de Contrôle** »).

Le 11 janvier 2021, l'établissement présentateur, Alantra Capital Markets, a déposé, pour le compte de l'Initiateur, le Projet de Note d'Information relatif à l'Offre conformément aux articles 233-1, 2° et 234-2 du règlement général de l'AMF.

Postérieurement à la publication par l'AMF de l'avis de dépôt du projet d'Offre le 11 janvier 2021 et jusqu'au 29 janvier 2021 (inclus), en application de l'article 231-38 IV du règlement général de l'AMF,

**Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis
à l'examen de l'Autorité des Marchés Financiers**

L'Initiateur (par l'intermédiaire de Gilbert Dupont) a acquis un total de 130.934 actions Dalet au prix unitaire de 13,52 euros. Ces acquisitions ont fait l'objet de déclarations à l'AMF en application des articles 231-46 du règlement général de l'AMF.

*L'Offre porte sur l'intégralité des actions composant le capital social de la Société non détenues, directement ou indirectement, par l'Initiateur, à l'exception des 17.977 actions autodétenues par la Société, soit, sur la base du capital social de la Société à la date des présentes, un nombre maximum de 618.117 actions de la Société, au prix de 13,52 € par action (le « **Prix de l'Offre** »).*

L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée régie par les articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF. L'Offre sera ouverte pour une durée de quinze (15) jours de négociation.

Travaux de l'expert indépendant :

Dans le cadre de sa mission, l'Expert Indépendant a eu accès entre autres :

- au budget 2020 et sa mise à jour ;*
- au plan d'affaires 2020-2024 ;*
- aux procès-verbaux des Conseil d'administration de la Société tenus de 2018 à 2020 ;*
- au rapport d'évaluation de Dalet de la banque présentatrice Alantra ;*
- à la documentation juridique relative à l'acquisition du bloc de contrôle (Put Option agreement, Term Sheet, SPA, contrat d'acquisition principal, contrats d'acquisition additionnels, traité d'apport) ;*
- au pacte d'associés de Dalet Holding ;*
- au projet de note d'information et de note en réponse ; et*
- aux lettres d'affirmation de la Société, de Monsieur David Lasry et de l'Initiateur.*

L'Expert Indépendant, la direction de la Société, l'établissement présentateur (Alantra) et les conseils juridiques de la Société (King & Spalding) se sont réunis à plusieurs reprises afin de fournir des informations à l'Expert.

L'Expert Indépendant a donc eu accès à l'ensemble des accords connexes mentionnés dans son rapport et indique que « L'examen des accords pouvant avoir une influence significative sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre, tels que présentés dans le projet de note d'information, à savoir (i) le Term Sheet, (ii) le Contrat d'Acquisition Principal, (iii) les Contrats d'Acquisition Additionnels, (iv) Le traité d'apport, (v) le pacte d'associés, (vi) les Promesse leavers, et (vii) la convention de mandat social, n'a pas fait apparaître de disposition financière de nature à remettre en cause, selon nous, le caractère équitable de l'Offre d'un point de vue financier. »

Le rapport de l'Expert Indépendant conclut au caractère équitable au Prix de l'Offre de 13,52 € d'un point de vue financier pour les actionnaires de la Société et indique en conclusion :

« En conséquence, nous sommes d'avis que le prix d'Offre de 13,52€ par action est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de DALET.

Nous sommes d'avis que ce prix d'Offre de 13,52€ par action est équitable d'un point de vue financier dans l'hypothèse où la procédure de Retrait Obligatoire serait mise en œuvre à l'issue de la présente Offre. »

Documents mis à disposition :

Dans ce contexte, et conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, le Conseil est appelé à examiner le projet d'Offre et à rendre un avis motivé sur l'intérêt que présente l'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

**Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis
à l'examen de l'Autorité des Marchés Financiers**

Afin de permettre aux membres du Conseil de détenir toutes les informations leur permettant d'émettre un avis motivé, les documents essentiels relatifs à l'Offre et listés ci-dessous ont été communiqués aux membres du Conseil préalablement à la présente réunion :

- *la documentation liée à l'opération ;*
- *la lettre de mission de l'Expert Indépendant ;*
- *la lettre adressée à l'AMF portant sur la désignation d'un Expert Indépendant en application de l'article 261-1-I I de son règlement général et de l'article 2 de son instruction DOC-2006-08 ;*
- *le projet de note d'information préparé par l'Initiateur, qui contient notamment le contexte et les motifs de l'Offre, les intentions de l'Initiateur, les caractéristiques de l'Offre et les éléments d'appréciation du prix de l'Offre ;*
- *le rapport établi par l'Expert Indépendant, conformément aux articles 261-1 I, 1°, 2° et 4°, et 261-1 II du règlement général de l'AMF ; et*
- *le projet de note d'information en réponse de la Société, conformément à l'article 231-19 du règlement général de l'AMF.*

Avis motivé du Conseil :

La discussion est ouverte. Le Président laisse la parole à l'Expert Indépendant afin que ce dernier présente au Conseil les conclusions de son rapport d'expertise indépendante sur les conditions de l'Offre.

*Après avoir examiné attentivement les différents documents et supports mis à sa disposition, en particulier le projet de note d'information de l'Initiateur, le rapport de l'Expert Indépendant et le projet de note en réponse de la Société, et après en avoir discuté, le Conseil **constate** que :*

- *Long Path est indirectement entré au capital de la Société par l'intermédiaire de Long Path Smaller Companies Fund LP par achats de titres sur le marché à partir de septembre 2018 jusqu'à détenir 444.237 actions, soit 11,16% du capital en septembre 2020. En novembre 2020, Long Path a transféré 95.755 actions Dalet et Monsieur John J. Pinto 59.920 actions Dalet à Long Path Private Investment Partners I SCSp, qui a apportées ces 155.675 actions Dalet à l'Initiateur en date du 3 décembre 2020 à l'occasion de l'Apport. Les 348.482 actions Dalet restantes toujours détenues par Long Path Smaller Companies Fund LP ont été transférées à l'Initiateur en date du 3 décembre 2020 à l'occasion de l'Acquisition du Bloc de Contrôle ;*
- *l'Initiateur de l'Offre détient la majorité du capital social et des droits de vote de la Société ;*
- *Long Path détient, à la date des présentes, un siège de censeur au Conseil de la Société ;*
- *l'Initiateur de l'Offre indique dans son projet de note d'information que l'Offre n'aura pas d'impact négatif sur la politique de la Société en matière d'emploi, les salariés de la Société continuant notamment à bénéficier de leur statut ;*
- *l'Initiateur entend poursuivre la stratégie de croissance de la Société, en collaboration avec les dirigeants actuels de la Société. La Société pourra ainsi notamment poursuivre ses investissements et le renforcement de sa structure dans des géographies et segments à forts potentiels, avec des objectifs de retour long terme ;*

**Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis
à l'examen de l'Autorité des Marchés Financiers**

- l'Offre sera suivie d'un retrait obligatoire si les conditions requises se trouvent remplies ;
- le Prix de l'Offre représente une prime de +36,6% sur la base du dernier cours de bourse de clôture de l'action Dalet au 21 octobre 2020 (dernier jour de cotation avant l'annonce de l'intention de déposer l'Offre), de +41,5% par rapport au cours moyen pondéré par les volumes de l'action Dalet des 20 jours de négociation précédant l'annonce du projet d'Offre et de +37,2% par rapport au cours moyen pondéré par les volumes de l'action Dalet des 60 jours de négociation précédant l'annonce du projet d'Offre, de +38,9% par rapport au cours moyen pondéré par les volumes de l'action Dalet des 120 jours de négociation précédant l'annonce du projet d'Offre et de 29,3% par rapport au cours moyen pondéré par les volumes de l'action Dalet des 250 jours de négociation précédant l'annonce du projet d'Offre ;
- l'Expert Indépendant conclut, dans son rapport définitif, au caractère équitable de l'Offre d'un point de vue financier pour les actionnaires de la Société :

« La présente Offre Publique d'Achat Simplifiée donne un accès immédiat à la liquidité aux actionnaires minoritaires de DALET qui le souhaitent avec une prime de 36,6% sur le dernier cours de bourse précédant l'annonce et une prime de 37,4% par rapport au cours de bourse moyen des 60 jours précédant l'annonce, étant rappelé que le cours de bourse apparaît peu représentatif en raison d'un flottant et de volumes limités.

Le prix proposé est strictement égal à celui payé dans le cadre de l'acquisition du bloc intervenue le 3 décembre 2020, et portant sur environ 80,7% du capital de la Société. Nous rappelons à ce titre que le Top Management et les membres du conseil d'administration, qui disposent d'un accès complet à l'information concernant la Société et se trouvent par conséquent en position d'apprécier en toute connaissance de cause le prix proposé dans le cadre de la présente opération, ont cédé environ un quart des titres DALET qu'ils détenaient à cette valeur de 13,52€ (le solde des titres qu'ils détenaient ayant été transféré à l'Initiateur par voie d'apport, au même prix de 13,52€).

Le prix d'Offre fait ressortir une prime de 8,7% sur la valeur centrale du DCF et de 5,7% sur la borne haute, sur la base d'un plan d'affaires qui extériorise des taux de marge élevés, jamais atteints par le passé et qui, selon nous, donne la pleine valeur de la société DALET. Nous observons également que le prix d'Offre fait ressortir des primes sur les bornes basses des comparables boursiers et des transactions comparables.

La borne haute des comparables boursiers se situe au-dessus du prix d'Offre en raison de l'application des multiples 2020 déterminés en janvier 2021 qui, comme indiqué précédemment, se trouvent sensiblement supérieurs à ceux observés en début d'année 2020, avant la survenance de la crise. Il convient donc de considérer cette valeur avec prudence.

La borne haute des transactions comparables se situe quant à elle à un niveau très proche du prix d'Offre, étant précisé que les multiples transactionnels intègrent une prime de contrôle ainsi que, le cas échéant, la valeur estimée des synergies pour l'acquéreur.

(...)

En conséquence, nous sommes d'avis que le prix d'Offre de 13,52€ par action est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de DALET.

Nous sommes d'avis que ce prix d'Offre de 13,52€ par action est équitable d'un point de vue financier dans l'hypothèse où la procédure de Retrait Obligatoire serait mise en œuvre à l'issue de la présente Offre. » ; et

**Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis
à l'examen de l'Autorité des Marchés Financiers**

- *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 Conseil, connaissance prise (i) des termes de l'Offre, (ii) des motifs et des intentions de l'Initiateur, (iii) des éléments d'appréciation du Prix de l'Offre indiqués dans le rapport de l'Expert Indépendant, et du fait que le rapport de l'Expert Indépendant conclut au caractère équitable des termes de l'Offre, **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 :

- ***approuve** à l'unanimité le projet d'Offre tel qu'il lui a été présenté dans les termes du projet de note d'information établi par l'Initiateur et dans le projet de note en réponse ;*
- ***décide** d'émettre un avis favorable à l'Offre ainsi que de **recommander** à l'unanimité aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'Offre ;*
- ***décide** de ne pas apporter à l'Offre les 17.977 actions autodétenues par la Société ;*
- ***donne** tous pouvoir à son Président à l'effet de (i) finaliser, amender et déposer au nom et pour le compte de la Société, le projet de note en réponse de la Société, le document « Autres Informations » de la Société (i.e., informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société), et tout autre attestation, lettre, contrat, engagement, obligation ou document nécessaire ou utile à l'Offre, ou tout autre document qui pourrait être demandé par l'AMF et/ou Euronext Paris (la « **Documentation d'Offre** »), et (ii) plus généralement, prendre toute décision et effectuer tout acte au nom et pour le compte de la Société, qu'il jugera utile ou nécessaire au dépôt et à la signature de la Documentation d'Offre et à la réalisation de l'ensemble des opérations relatives à l'Offre, y compris, sans limitation, toute formalité légale ou réglementaire imposée par les dispositions légales et réglementaires ou les juridictions compétentes, ainsi que la publication, le dépôt, la signature, l'authentification, la certification et la délivrance de la Documentation d'Offre ou de tout contrat, engagement, obligation ou document relatif ou lié à la Documentation d'Offre, et plus généralement à l'Offre. »*

3. INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIÉTÉ

En sus des actions transférées au titre de l'Acquisition du Bloc de Contrôle, et sous réserve (i) des actions de la Société détenues par Messieurs David Lasry et Stéphane Guez, chacun à hauteur de 15 actions de la Société, conformément à l'article L. 225-197-1 II alinéa 4 du Code de commerce, et (ii) du poste de censeur au conseil d'administration de Long Path Partners LP, les membres du conseil d'administration ont indiqué ne pas détenir d'actions de la Société.

Messieurs David Lasry et Stéphane Guez ont fait part de leur intention de ne pas apporter lesdites actions à l'Offre.

4. INTENTION DE LA SOCIÉTÉ QUANT AUX ACTIONS AUTODÉTENUES

A la date du présent Projet de Note en Réponse, la Société détient 17.977 actions. La Société n'apportera pas ces actions.

Ces actions autodétenues par la Société ne sont donc pas visées par l'Offre.

Il est également précisé que le contrat de liquidité conclu entre la Société et Louis Capital Market en date du 25 mars 2019 a été suspendu à la demande de la Société, et ce jusqu'à décision contraire de la Société.

5. INFORMATION DES SALARIÉS DE LA SOCIÉTÉ

Dans le cadre de l'Acquisition du Bloc de Contrôle par l'Initiateur le 3 décembre 2020 décrite à la Section 1.1 du présent Projet de Note en Réponse, le CSE de la Société a été informé et consulté, conformément aux articles L. 2312-8 et suivants du Code du travail, ce dernier ayant rendu un avis positif le 23 octobre 2020 quant à l'Acquisition du Bloc de Contrôle.

Conformément à l'article L. 2312-52 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.

6. RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT

Le conseil d'administration de la Société a désigné le 26 octobre 2020 le cabinet FINEXSI, représenté par Messieurs Olivier Peronnet et Errick Uzzan, en qualité d'Expert Indépendant, sur le fondement des articles 261-1 I 1°, 2° et 4°, et 261-1 II du règlement général de l'AMF.

La conclusion du rapport de l'Expert Indépendant en date du 29 janvier 2021 figure dans l'avis motivé à la section 2 du présent Projet Note en Réponse et est reproduite en partie ci-dessous :

« En conséquence, nous sommes d'avis que le prix d'Offre de 13,52€ par action est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de DALET.

Nous sommes d'avis que ce prix d'Offre de 13,52€ par action est équitable d'un point de vue financier dans l'hypothèse où la procédure de Retrait Obligatoire serait mise en œuvre à l'issue de la présente Offre. »

Le rapport du cabinet FINEXSI est reproduit en **Annexe 1**.

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

Les accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue sont les suivants :

7.1. Term Sheet

Long Path Partners LLC et les Actionnaires de Référence ont conclu, en date du 4 novembre 2020, un Term Sheet (tel que modifié par la Lettre Avenant) relatif, notamment :

- aux modalités de réinvestissement des Actionnaires de Référence au sein de l'Initiateur. Ce réinvestissement a pris la forme d'une souscription des émissions réalisées par l'Initiateur décrites à la section 7.4 ci-dessous, étant précisé que cette souscription s'est faite exclusivement en contrepartie de l'Apport (qui a été réalisé sur la base d'un prix égal au Prix de l'Offre, soit 13,52 euros) ;
- aux modalités de direction de l'Initiateur et de la Société, telles que décrites à la section 7.5 ci-dessous relative au Pacte d'Associés ;
- aux mécanismes de liquidité et de transferts de titres au sein de l'Initiateur, tels que décrits à la section 7.5 ci-dessous relative au Pacte d'Associés ; et
- à la mise en place de promesses de vente et d'achat, dont les principaux termes sont décrits à la section 7.6 ci-dessous.

Le Term Sheet prévoyait également l'éventuelle mise en place, postérieurement à la clôture de l'Offre et au plus tard au 31 décembre 2021, de plans d'incitation à long terme au profit (i) des Top Managers et/ou (ii) des membres du *mid management*. L'Initiateur a depuis renoncé à la mise en place desdits plans d'incitation, et ce pour les douze prochains mois.

7.2. Contrat d'Acquisition Principal

(a) Actions de la Société transférées au titre du Contrat d'Acquisition Principal

Le 4 novembre 2020, l'Initiateur a conclu avec les Actionnaires de Référence et d'autres actionnaires de la Société (ensemble, les « **Cédants Principaux** ») le Contrat d'Acquisition Principal qui prévoit le transfert de 2.560.820 actions de la Société (par voie de cession hors marché et, le cas échéant, d'apport) au bénéfice de l'Initiateur.

Conformément au Contrat d'Acquisition Principal et au Traité d'Apport tel que détaillé à la section 7.4 ci-après, les actions ci-dessous ont été cédées et apportées à l'Initiateur en date du 3 décembre 2020 :

*Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis
à l'examen de l'Autorité des Marchés Financiers*

Cédants Principaux	Actions cédées au titre de l'Acquisition du Bloc	%	Actions apportées au titre de l'Apport	%	Total Actions transférées	%
David Lasry	0	0,00%	205.440	5,16%	205.440	5,16%
Stéphane Schlayen	16.620	0,42%	30.294	0,76%	46.914	1,18%
Stéphane Guez	10.291	0,26%	196.000	4,93%	206.291	5,18%
Michaël Elhadad	22.127	0,56%	183.968	4,62%	206.095	5,18%
Salomon Elhadad	40.261	1,01%	150.439	3,78%	190.700	4,79%
Nicolas Breugnon	15.000	0,38%	6.595	0,17%	21.595	0,54%
Long Path Smaller Companies Fund LP	348.482	8,76%	0	0,00%	348.482	8,76%
Long Path Private Investment Partners I SCSp	0	0,00%	155.675	3,91%	155.675	3,91%
Windcrest Partners	0	0,00%	428.704	10,77%	428.704	10,77%
Windcrest Partners II LP	0	0,00%	18.418	0,46%	18.418	0,46%
SOJE Fund LP	310.290	7,80%	224.692	5,65%	534.982	13,44%
Hinsdale LLC	30.000	0,75%	99.000	2,49%	129.000	3,24%
John J. Pinto	21.000	0,53%	15.155	0,38%	36.155	0,91%
Emma L. Pinto	8.750	0,22%	0	0,00%	8.750	0,22%
Sarah E. Pinto	8.669	0,22%	0	0,00%	8.669	0,22%
Jacob T. Pinto	7.450	0,19%	0	0,00%	7.450	0,19%
Owen A. Pinto	7.500	0,19%	0	0,00%	7.500	0,19%
TOTAL	846.440	21,27%	1.714.380	43,08%	2.560.820	64,35%

(b) Prix et complément de prix

Le prix par action de la Société cédée dans le cadre du Contrat d'Acquisition Principal s'élève à 13,52 euros (le « **Prix d'Acquisition des Blocs** »).

Les Cédants Principaux bénéficient d'un complément de prix (le « **Complément de Prix** ») applicable dans l'hypothèse où, dans les 12 mois suivant la date de réalisation de l'Acquisition du Bloc de Contrôle, l'Initiateur (ou tout affilié de l'Initiateur), seul ou de concert, déposerait une offre publique d'achat (volontaire ou obligatoire) conformément au Titre III du Livre II du règlement général de l'AMF (en ce compris toute offre publique d'achat simplifiée, toute offre publique de retrait ou tout retrait obligatoire) sur les actions de la Société à un prix supérieur par action de la Société au Prix d'Acquisition des Blocs (une « **Offre Mieux-Disante** »). Dans une telle situation, l'Initiateur devra verser à chaque Cédant Principal un montant en numéraire (qui sera réputé être une augmentation du Prix d'Acquisition du Bloc) égal à (A) la différence positive entre (i) le prix par action de la Société offert dans le cadre de l'Offre Mieux-Disante et (ii) le Prix d'Acquisition des Blocs, multiplié par (B) le nombre d'actions de la Société transférées par chaque Cédant Principal concerné dans le cadre du Contrat d'Acquisition Principal.

7.3. Contrats d'Acquisition Additionnels

(a) Actions de la Société transférées au titre des Contrats d'Acquisition Additionnels

Le 4 novembre 2020, l'Initiateur a conclu avec six (6) cadres ou anciens cadres de la Société ainsi qu'avec douze (12) investisseurs institutionnels (ensemble, les « **Cédants Additionnels** ») les Contrats d'Acquisition Additionnels qui prévoient le transfert des actions de la Société (par voie de cession hors marché) au bénéfice de l'Initiateur d'un nombre total de 651.534 actions de la Société (représentant 16,37% du capital social de la Société au 3 décembre 2020, date de réalisation des transferts), auxquelles sont attachés 802.449 droits de vote (représentant 15,68% des droits de vote de la Société au 3 décembre 2020, date de réalisation des transferts), tel que détaillé ci-dessous :

Cédants Additionnels	Actions de la Société	%	Droits de vote	%
Ooyala Inc.	112.235	2,82%	112.235	2,19%
OOY Ltd.	105.243	2,64%	105.243	2,06%
Victoria Transport Corp.	35.862	0,90%	71.724	1,40%
JG Partnership Ltd.	7.541	0,19%	15.082	0,29%
Monsieur Charles SITBON	82.912	2,08%	165.824	3,24%
Monsieur Johann ZEMMOUR	10.600	0,27%	21.000	0,41%
Monsieur Julien DECAIX	8.154	0,20%	15.154	0,30%
Monsieur Kevin SAVINA	6.621	0,17%	6.621	0,13%
Monsieur Frederic ROUX	5.200	0,13%	10.400	0,20%
Monsieur Anthony LE PALUD	2.000	0,05%	4.000	0,08%
Financière de l'Echiquier (FCP Echiquier Excelsior)	95.040	2,39%	95.040	1,86%
Financière de l'Echiquier (FCP NOVI 1)	69.000	1,73%	69.000	1,35%
INOCAP Gestion (FCPI Qi 2016)	27.029	0,68%	27.029	0,53%
INOCAP Gestion (FCPI Nouvelle France)	24.115	0,61%	24.115	0,47%
INOCAP Gestion (FCPI Made in France 2015)	11.482	0,29%	11.482	0,22%
INOCAP Gestion (FCPI Durée Limitée 8)	9.000	0,23%	9.000	0,18%
GREENSTOCK GIE	35.000	0,88%	35.000	0,68%
Meeschaert Asset Management (FCP MAM France PME)	4.500	0,11%	4.500	0,09%
TOTAL	651.534	16,37%	802.449	15,68%

(b) Prix et complément de prix

Le prix par action de la Société cédée dans le cadre des Contrats d'Acquisition Additionnels s'élève à 13,52 euros, à savoir le Prix d'Acquisition des Blocs et le Prix de l'Offre.

Le Complément de Prix décrit à la section 7.2(b) ci-dessus s'applique *mutatis mutandis* pour chaque Cédant Additionnel au titre du Contrat d'Acquisition Additionnel concerné.

7.4. Traité d'apport

Le 20 novembre 2020, l'Initiateur a conclu avec les Actionnaires de Référence et Long Path Private Investment Partners I SCSp (les « **Actionnaires Apporteurs** »), un traité d'apport (le « **Traité d'Apport** ») prévoyant l'apport hors marché de 1.714.380 actions de la Société détenues par les Actionnaires Apporteurs au bénéfice de l'Initiateur à un prix d'apport de 13,52 euros par action (l'« **Apport** »).

*Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis
à l'examen de l'Autorité des Marchés Financiers*

Conformément aux dispositions de l'article L. 225-147 du Code de commerce, Monsieur Jacques Sultan, a été désigné en qualité de commissaire aux apports par une décision de l'associé unique de l'Initiateur en date du 4 novembre 2020.

En rémunération de l'Apport, et conformément au Traité d'Apport, les Actionnaires Apporteurs ont reçu le 3 décembre 2020 (date de réalisation de l'Apport), la contrepartie ci-dessous reflétant une structure de rémunération classique pour ce type de transaction avec réinvestissement :

- 23.178.413 actions ordinaires nouvelles de l'Initiateur, entièrement libérées dès leur création, d'une valeur nominale de 1 euro chacune ; et
- une soulte en numéraire égale à 4,60 euros à laquelle les Actionnaires Apporteurs ont renoncé expressément.

Les actions ordinaires émises par l'Initiateur et les droits de leurs titulaires sont régis par les dispositions applicables du Code du commerce et par les dispositions des statuts de l'Initiateur qui leur sont applicables et résumées ci-après :

Catégories de titres émis par l'Initiateur	Droits politiques	Droits économiques
Action ordinaire	À chaque action ordinaire est attaché un (1) droit de vote.	Les actions ordinaires donnent droit à une part proportionnelle à la quotité de capital qu'elles représentent dans les bénéfices et les réserves ou dans l'actif social lors de toute distribution, amortissement ou répartition de l'actif social en cours de vie sociale comme en cas de liquidation.

7.5. Pacte d'associés

Le 3 décembre 2020, Long Path Private Investment Partners I SCSp et les Actionnaires de Référence ont conclu, pour une durée de quinze (15) ans, renouvelable par période d'un (1) an, un pacte d'associés (le « **Pacte d'Associés** ») ayant vocation à organiser la gouvernance de l'Initiateur et des sociétés du groupe et définissant les conditions applicables au transfert de tout ou partie des titres de l'Initiateur détenus par les parties au Pacte d'Associés.

Le Pacte d'Associés n'est pas constitutif d'une action de concert entre ses signataires.

(a) Gouvernance

(i) Gouvernance au niveau de l'Initiateur

L'Initiateur est dirigé, géré et administré par un président, assisté le cas échéant par un ou plusieurs directeurs généraux, agissant sous la supervision d'un comité de surveillance.

- Président

Le premier président est Monsieur David Lasry. Il assume la direction générale de l'Initiateur conformément à son intérêt social et la représente à l'égard des tiers. Il est investi des pouvoirs les plus étendus pour agir en toutes circonstances au nom de l'Initiateur dans la limite de son objet social et sous réserve des pouvoirs expressément attribués au comité de surveillance et aux associés de l'Initiateur par la loi, les statuts de l'Initiateur et le Pacte d'Associés.

- Directeurs Généraux

Les premiers directeurs généraux seront Messieurs Stéphane Guez et Stéphane Schlayen. Ils assument la direction générale de l'Initiateur, sous la supervision du président, conformément à son intérêt social et la représente à l'égard des tiers. Ils sont investis des pouvoirs les plus étendus pour agir en toutes circonstances au nom de l'Initiateur dans la limite de son objet social et sous réserve (i) des pouvoirs expressément attribués au président, au comité de surveillance et aux associés de l'Initiateur par la loi, les statuts de l'Initiateur et le Pacte d'Associés et (ii) des éventuelles limitations de pouvoirs déterminées par le comité de surveillance.

- Comité de surveillance

- *Composition du comité de surveillance*

Le comité de surveillance est composé de cinq (5) membres dont trois (3) membres désignés sur proposition de Long Path Private Investment Partners I SCSp, un (1) membre désigné par les Top Managers et un (1) membre désigné par les Actionnaires Historiques Réinvestisseurs.

- *Décisions du comité de surveillance*

Les décisions du comité de surveillance sont valablement adoptées à la majorité simple des voix dont disposent les membres présents ou représentés à la réunion concernée. Certaines décisions considérées comme stratégiques et d'autres considérées comme importantes ne peuvent être prises, mises en œuvre ou votées au sein de, ou au niveau de, l'Initiateur et des filiales qu'il contrôle, par qui que ce soit (notamment par le président, les directeurs généraux ou les actionnaires ou tout autre organe social compétent, à quelque niveau que ce soit) sans que cette décision ou mesure n'ait été préalablement approuvée par le comité de surveillance, à la majorité simple pour les décisions stratégiques et à la majorité qualifiée (i.e., nécessitant quatre (4) voix sur cinq (5) voix des membres présents ou représentés lorsque le comité de surveillance est composé de cinq (5) membres) pour les décisions importantes.

- (ii) Gouvernance au niveau de la Société

Tant que les titres de la Société resteront admis sur le marché réglementé d'Euronext Paris, la Société restera gérée par un conseil d'administration (dont la composition évoluera après la clôture de l'Offre) avec un président directeur général chargé de la direction de la Société.

*Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis
à l'examen de l'Autorité des Marchés Financiers*

- Président Directeur Général

Le président directeur général restera Monsieur David Lasry.

- Conseil d'administration

- Composition du conseil d'administration

- Jusqu'à la clôture de l'Offre, le conseil d'administration de la Société est composé de :
 - Monsieur David Lasry, membre et président du conseil d'administration ;
 - Monsieur Stéphane Guez, membre du conseil d'administration ;
 - Windcrest Partners LP, représentée par Madame Catherine A. Gellert, membre du conseil d'administration ;
 - Monsieur Michaël Elhadad, membre du conseil d'administration ; et
 - Madame Anna Mae Sokusky, membre du conseil d'administration.

- Postérieurement à la clôture de l'Offre, le conseil d'administration de la Société sera composé de :
 - Monsieur David Lasry, membre et président du conseil d'administration ;
 - Monsieur John J. Pinto, membre du conseil d'administration ;
 - Madame Catherine A. Gellert, membre du conseil d'administration ; et
 - Long Path Private Investment Partners I SCSp, représentée par Monsieur Brian Nelson, membre du conseil d'administration.

Dans l'hypothèse où les titres de la Société ne seraient plus admis à la négociation sur le marché réglementé d'Euronext Paris, la Société serait transformée en société par actions simplifiée ayant pour seul organe social, un président. Le premier président de la Société sous forme de société par actions simplifiée serait l'Initiateur.

(b) Transferts de titres et clauses de sortie

(i) Transferts de titres internes

- Liquidité anticipée assurée par l'Initiateur

À compter du 1^{er} janvier 2022 et après valorisation de l'Initiateur à dire d'expert intervenant annuellement (l'« **Expert Evalueur** »), dans l'hypothèse où l'un des détenteurs de titres de l'Initiateur souhaiterait céder ses titres, le cédant se verra proposer une liquidité anticipée assurée par l'Initiateur. A cet égard, le comité de surveillance détermina, à la majorité simple, le nombre de titres pouvant être transférés en fonction des capacités financières de l'Initiateur suivant le rang de priorité des cédants suivants :

1. les Top Managers ;
2. les Actionnaires Historiques Réinvestisseurs ; et
3. Long Path Private Investment Partners I SCSp.

- Liquidité anticipée partielle offerte aux Top Managers

À tout moment à compter du 4^{ème} anniversaire de la date de conclusion du Pacte d'Associés, dans l'hypothèse où les Top Managers souhaiteraient céder leurs titres, une liquidité anticipée étalée sur trois (3) années leur serait offerte, à hauteur de 35% de leur participation, par l'Initiateur s'il en la capacité financière et, dans le cas contraire, par Long Path Private Investment Partners I SCSp. Cette liquidité partielle sera mise en œuvre à dire d'Expert Evaluator. Il est précisé que pour Monsieur David Lasry cette liquidité anticipée partielle ne peut avoir pour effet de porter sa détention au capital de l'Initiateur en dessous de 4% tant qu'il occupe les fonctions de président de l'Initiateur. Un mécanisme de liquidité similaire pourra être proposé aux Top Managers dans l'hypothèse où d'autres instruments financiers de l'Initiateur seraient souscrits par ces derniers.

(ii) Transferts de titres à des tiers au Pacte d'Associés

- Droit de Premier Refus

Dans l'éventualité où l'un des Actionnaires de Référence ou l'un des managers, le cas échéant, détenteurs de titres de l'Initiateur, envisagerait de transférer tout ou partie de ses titres à un tiers au Pacte d'Associés, les autres parties au Pacte d'Associés auront la possibilité de s'aligner sur l'offre dudit tiers et ainsi d'acquérir les titres objet de l'offre du tiers aux mêmes conditions (le « **Droit de Premier Refus** »).

- Procédure d'agrément

Dans l'hypothèse où (i) aucune des parties au Pacte d'Associés n'aurait exercé son Droit de Premier Refus ou (ii) l'exercice du Droit de Premier Refus n'aurait pas permis de capter l'intégralité des titres de l'Initiateur objet de l'offre du tiers, tout transfert de titres de l'Initiateur par l'un des Actionnaires de Référence (ou l'un des managers, le cas échéant) serait soumis à l'agrément préalable du comité de surveillance de l'Initiateur, statuant à la majorité simple.

À défaut d'agrément préalable par le comité de surveillance au transfert envisagé, les titres de l'Initiateur pourront être acquis par l'Initiateur à un prix égal à soixante pourcent (60%) du moins élevé des prix entre (α) le prix proposé par le potentiel tiers acquéreur des titres de l'Initiateur et (β) le prix à dire d'Expert Evaluator.

- Droit de cession conjointe

Dans l'éventualité où Long Path Private Investment Partners I SCSp envisagerait de réaliser un transfert de titres de l'Initiateur, les autres titulaires de titres de l'Initiateur bénéficieront d'un droit leur permettant de transférer, selon le cas, (i) un nombre proportionnel de titres de même catégorie de l'Initiateur qu'ils détiennent (si Long Path Private Investment Partners I SCSp garde la majorité du capital social et des droits de vote de l'Initiateur à l'issue du transfert envisagé) ou (ii) la totalité des titres de l'Initiateur qu'ils détiennent, conjointement avec Long Path Private Investment Partners I SCSp (si Long Path Private Investment Partners I SCSp perd la majorité du capital social et des droits de vote de l'Initiateur à l'issue du transfert envisagé).

Le prix des titres transférés par les bénéficiaires du droit de cession conjointe proportionnelle ou totale devra être payé exclusivement en numéraire. Ainsi, dans l'hypothèse où la contrepartie offerte par le tiers n'est pas exclusivement en numéraire, lesdits bénéficiaires pourront percevoir un équivalent en

numéraire de la contrepartie offerte, tel que déterminé par Long Path Private Investment Partners I SCSp ou en cas de contestation et à défaut d'accord entre les parties concernées, à dire d'expert.

- Processus de Sortie et obligation de cession forcée

Le comité de surveillance, statuant à la majorité qualifiée les neuf premières années de la conclusion du Pacte d'associés puis à la majorité simple, pourra lancer un processus de sortie (à savoir une cession de 100% des titres de l'Initiateur) à tout moment à compter de la conclusion du Pacte d'Associés, avec désignation d'une banque d'affaires, étant précisé, qu'en cas d'offre d'acquisition de l'intégralité des titres de l'Initiateur, le comité de surveillance, statuant à la majorité qualifiée, aura la faculté d'exiger de l'ensemble des autres titulaires de titres de l'Initiateur qu'ils transfèrent leurs titres de l'Initiateur simultanément. Cette obligation de cession forcée sera également applicable en cas d'offre non sollicitée d'un potentiel acquéreur portant sur l'intégralité du capital de l'Initiateur acceptée par le comité de surveillance statuant à la majorité qualifiée.

- Divers

Le Pacte d'Associés prévoit par ailleurs (i) certains cas de transferts libres, tels qu'en particulier le transfert de titres par Long Path Private Investment Partners I SCSp à l'un de ses affiliés, le transfert de titres entre Top Managers, le transfert de titres des Tops Managers ou des Actionnaires Historiques Réinvestisseurs à une holding personnelle, les transferts de titres opérés en application des mécanismes de liquidité anticipée interne, pour lesquels les parties au Pacte d'Associés, selon le cas, pourront transférer leurs titres de l'Initiateur, nonobstant le Droit de Premier Refus, la procédure d'agrément ou le droit de cession conjointe, selon le cas, (ii) une clause d'anti-dilution permettant aux parties au Pacte d'Associés de maintenir leur participation respective au capital de l'Initiateur et (iii) une clause portant sur les principes applicables en cas de refinancement par effet de levier ou non.

- (c) Engagements d'exclusivité, de non-concurrence, de non-sollicitation et de non-débauchage

Les Top Managers sont tenus par des engagements de non-concurrence, de non-sollicitation et de non-débauchage ainsi qu'à des engagements d'exclusivité.

7.6. **Promesse leavers**

- (a) Promesse leavers des Top Managers (à l'exception de Monsieur David Lasry)

Les Top Managers (à l'exception de Monsieur David Lasry) et/ou leurs ayant-droits bénéficient d'une promesse d'achat consentie par Long Path Private Investment Partners I SCSp sur l'intégralité des titres qu'ils détiennent au sein du capital social de l'Initiateur (la « **Promesse d'Achat** ») en cas de :

- décès, incapacité, invalidité permanente, départ à la retraite ou tout autre cas décidé par le comité de surveillance à la Majorité Qualifiée (le « **Départ Good Leaver** ») ;
- départ anticipé du groupe, pour quelque raison que ce soit autre qu'un cas de Départ *Good Leaver* ou de Départ *Bad Leaver* (le « **Départ Medium Leaver** »).

*Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis
à l'examen de l'Autorité des Marchés Financiers*

Long Path Private Investment Partners I SCSp bénéficie d'une promesse de vente consentie par les Top Managers sur les titres qu'ils détiennent au sein du capital social de l'Initiateur (la « **Promesse de Vente** »), en cas :

- de Départ *Good Leaver*, étant précisé que dans ce cas, la Promesse de Vente ne portera que sur 50% des titres détenus par le Top Manager concerné ;
- de Départ *Medium Leaver* ;
- de violation significative du Pacte d'Associés ou de départ anticipé du groupe pour faute lourde (le « **Départ Bad Leaver** »).

Le prix d'exercice des Promesses d'Achat et de Vente et leurs modalités de paiement (dans certains cas, une partie du prix sera payé au moment du départ et le solde -si applicable- au moment de la sortie) varient selon la date de départ et la cause du départ (une décote pourra notamment être appliquée en cas de Départ *Medium Leaver* et de Départ *Bad Leaver*). Le prix sera déterminé sur la base de la valorisation réalisée annuellement par un l'Expert Evalueur calculée sur (A)(i) sur le fondement des états financiers consolidés de l'Initiateur de l'année précédant le départ si le départ a lieu entre le 1^{er} janvier et le 30 juin d'une année donnée et (ii) sur le fondement des états financiers consolidés de l'Initiateur de l'année du départ si ce dernier a lieu entre le 1^{er} juillet et le 31 décembre d'une année donnée, (B) une approche multicritères et (C) un prix par titre déterminé en fonction des droit économiques attachés auxdits titres. Dans certains cas de départ intervenant moins de six mois avant une sortie globale, le Top Manager concerné pourra recevoir la différence positive entre le prix qu'il aurait perçu s'il était resté actionnaire au moment de la sortie et le prix effectivement reçu lors de son départ.

Ces Promesses d'Achat et de Vente ont été conclues le 3 décembre 2020.

(b) Promesse *leavers* de Monsieur David Lasry

Monsieur David Lasry et/ou ses ayant-droits bénéficient d'une promesse d'achat consentie par Long Path Private Investment Partners I SCSp sur tout ou partie des titres qu'il détient au sein du capital social de l'Initiateur (la « **Promesse d'Achat DL** ») en cas de :

- décès, incapacité, invalidité permanente, départ à la retraite, démission/révocation/non-renouvellement de son mandat social (à l'exception d'un départ pour faute lourde) ou tout autre cas décidé par le comité de surveillance à la Majorité Qualifiée (le « **Départ Good Leaver DL** ») ;
- départ anticipé du groupe, pour quelque raison que ce soit autre qu'un cas de Départ *Good Leaver* ou de Départ *Bad Leaver* (tel que ce terme est défini ci-dessous) (le « **Départ Medium Leaver DL** »).

Long Path Private Investment Partners I SCSp bénéficie d'une promesse de vente consentie par Monsieur David Lasry sur les titres qu'il détient au sein du capital social de l'Initiateur (la « **Promesse de Vente DL** »), en cas :

- de Départ *Medium Leaver DL* ; et

- de violation significative du Pacte d'Associés ou de départ anticipé du groupe pour faute lourde (le « **Départ *Bad Leaver* DL** »).

Le prix d'exercice des Promesses d'Achat DL et de Vente DL et leurs modalités de paiement (dans certains cas, une partie du prix sera payé au moment du départ et le solde -si applicable- au moment de la sortie) varient selon la date de départ et la cause du départ (une décote pourra notamment être appliquée en cas de Départ *Medium Leaver* DL et de Départ *Bad Leaver* DL). Le prix sera déterminé sur la base de la valorisation réalisée annuellement par un l'Expert Evalueur calculée en application des mêmes principes que ceux énoncés ci-avant en section 7.6 (a). Dans certains cas de départ intervenant moins de six mois avant une sortie globale, Monsieur David Lasry pourra, à l'instar des autres Top Managers, recevoir la différence positive entre le prix qu'il aurait perçu s'il était resté actionnaire au moment de la sortie et le prix effectivement reçu lors de son départ.

Ces Promesses d'Achat DL et de Vente DL ont été conclues le 3 décembre 2020.

7.7. Convention de mandat social

Monsieur David Lasry et l'Initiateur ont conclu en date du 3 décembre 2020 une convention de mandat social aux termes de laquelle, notamment :

- Monsieur David Lasry, au titre de ses fonctions de président de l'Initiateur, percevra une rémunération fixe ainsi qu'une rémunération variable calculée sur la base de critères quantitatifs et qualitatifs déterminés annuellement par le comité de surveillance ;
- Monsieur David Lasry aura le droit :
 - o en cas de départ causé, à une indemnité de départ de 6 mois calculée sur la moyenne de la rémunération brute (en numéraire) des 12 mois précédant le départ, sauf en cas de départ pour faute lourde ;
 - o en cas de départ sans cause, à une indemnité de départ de 12 mois calculée sur la moyenne de la rémunération brute (en numéraire) des 12 mois précédant le départ.
- Monsieur David Lasry est tenu par des engagements de non-concurrence et de non-sollicitation, dont la durée variera selon la qualification attribuée à son départ, ainsi qu'à des engagements d'exclusivité.

7.8. Engagements d'apport

A la connaissance de la Société, il n'existe pas d'engagement d'apport à l'Offre.

7.9. Autres accords dont la Société a connaissance

La Société n'a pas connaissance d'autre accord et n'est partie à aucun autre accord en lien avec l'Offre ou qui serait de nature à avoir un impact significatif sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre.

8. ÉLÉMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

8.1. Structure du capital de la Société

Le capital social de la Société s'élève, à la date des présentes, à 7.958.764 euros. Il est constitué de 3.979.382 actions de 2 euros de valeur nominale chacune, toutes de même catégorie.

Le tableau ci-dessous présente la répartition du capital et des droits de vote de la Société à la date du 31 janvier 2021 :

<i>Actionnaires</i>	<i>Situation en capital</i>		<i>Situation en droits de vote théoriques³</i>	
	<i>Nombre d'actions</i>	<i>% du capital</i>	<i>Nombre de droits de vote</i>	<i>% de droits de vote</i>
Dalet Holding	3.343.288	84,02%	3.343.288	83,77%
Actions auto-détenues	17.977	0,45%	17.977	0,45%
Flottant	618.117	15,53%	629.757	15,78%
TOTAL	3.979.382	100,00%	3.991.022	100,00%

8.2. 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

a) Obligation de déclaration en matière de franchissements de seuils

L'article 11 des statuts de la Société prévoit que toute personne physique ou morale, agissant seule ou de concert, qui vient à détenir ou cesser de détenir un nombre d'actions représentant plus du vingtième (5%), ou du dixième (10%), des trois vingtièmes (15%), du cinquième (20%), du quart (25%), des trois dixièmes (30%), du tiers (33,33%), de la moitié (50%), des deux tiers (66,66%), des dix-huit vingtièmes (90%) ou des dix-neuf vingtièmes (95%) du capital social ou des droits de vote est tenue d'en informer la Société par lettre recommandée avec accusé de réception, à son siège social, en précisant le nombre d'actions ou de droits de vote détenus.

A défaut d'avoir déclaré le franchissement de seuil dans les conditions ci-dessus, les dispositions de l'article L. 233-14 du Code de commerce s'appliqueront et les actions excédant la fraction qui aurait dû être déclarée sont privées du droit de vote dans les assemblées d'actionnaires. Les actions privées de droit de vote ne retrouvent ce droit qu'à l'expiration d'un délai de deux ans suivant la date de régularisation.

³ 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.

b) Transferts d'actions

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

c) Clauses de conventions prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition et portant sur au moins 0,5% du capital ou des droits de vote de la Société (article L. 233-11 du Code de commerce)

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

8.3. 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

A la date du présent Projet de Note en Réponse, le capital social de la Société est réparti ainsi qu'il est indiqué à la section 8.1 du présent Projet de Note en Réponse.

Par courrier reçu le 3 juillet 2020, M. Stéphane Guez a déclaré, à titre de régularisation, avoir franchi en hausse le 28 avril 2020, le seuil de 5% du capital de la Société et détenir à cette date 206.306 actions de la Société représentant 372.176 droits de vote, soit 5,45% du capital et 7,23% des droits de vote de la Société (sur la base d'un capital composé de 3.781.878 actions représentant 5.145.067 droits de vote).

Par courrier reçu le 3 juillet 2020, M. David Lasry a déclaré, à titre de régularisation, avoir franchi en hausse le 28 avril 2020, le seuil de 5% du capital de la Société et détenir à cette date 205.455 actions de la Société représentant 340.948 droits de vote, soit 5,43% du capital et 6,63% des droits de vote de la Société (sur la base d'un capital composé de 3.781.878 actions représentant 5.145.067 droits de vote).

Par courrier reçu le 9 juillet 2020, M. Michael Elhadad a déclaré, à titre de régularisation, avoir franchi en hausse le 28 avril 2020, le seuil de 5% du capital de la Société et détenir à cette date 206.095 actions de la Société représentant 371.929 droits de vote, soit 5,45% du capital et 7,23% des droits de vote de la Société (sur la base d'un capital composé de 3.781.878 actions représentant 5.145.067 droits de vote).

Par courrier reçu le 11 septembre 2020, complété par un courrier reçu le 14 septembre 2020, M. John Pinto a déclaré, à titre de régularisation, avoir franchi en baisse, le 28 avril 2020, directement et indirectement, par l'intermédiaire des sociétés SOJE Fund LP et Hinsdale LLC qu'il contrôle et de son groupe familial, le seuil de 20% du capital de la Société et détenir directement et indirectement, à cette date, 792.426 actions de la Société représentant 934.332 droits de vote, soit 19,91% du capital et 17,49% des droits de vote de la Société (sur la base d'un capital composé, à cette date, de 3.979.382 actions représentant 5.342.953 droits de vote).

Par courrier reçu le 10 décembre 2020, complété par un courrier reçu le 11 décembre 2020, l'Initiateur a déclaré avoir franchi en hausse, le 3 décembre 2020, les seuils de 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 1/3, 50% et 2/3 du capital et des droits de vote de la Société et détenir 3.212.354 actions de la Société représentant autant de droits de vote, soit 80,72% de son capital et 80,07% de ses droits de vote théoriques (sur la base d'un capital composé, à cette date, de 3.979.382 actions représentant 4.012.142 droits de vote, compte tenu de la perte de 1.106.758 droits de vote doubles),

*Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis
à l'examen de l'Autorité des Marchés Financiers*

Par courrier reçu le 10 décembre 2020, Monsieur David Lasry a déclaré avoir franchi à la baisse, le 3 décembre 2020, les seuils de 5% du capital et des droits de vote de la Société et détenir 15 actions de la Société représentant 25 droits de vote, soit 0,0004% de son capital et 0,0006% de ses droits de vote théoriques (sur la base d'un capital composé, à cette date, de 3.979.382 actions représentant 4.012.142 droits de vote, compte tenu de la perte de 1.106.758 droits de vote doubles),

Par courrier reçu le 10 décembre 2020, Monsieur Stéphane Guez a déclaré avoir franchi à la baisse, le 3 décembre 2020, les seuils de 5% du capital et des droits de vote de la Société et détenir 15 actions de la Société représentant 25 droits de vote, soit 0,0004% de son capital et 0,0006% de ses droits de vote théoriques (sur la base d'un capital composé, à cette date, de 3.979.382 actions représentant 4.012.142 droits de vote, compte tenu de la perte de 1.106.758 droits de vote doubles),

Par courrier reçu le 10 décembre 2020, Monsieur Michael Elhadad a déclaré avoir franchi à la baisse, le 3 décembre 2020, les seuils de 5% du capital et des droits de vote de la Société et ne plus détenir aucune action de la Société.

Par courrier reçu le 10 décembre 2020, complété par un courrier reçu le 11 décembre 2020, Long Path Smaller Companies Fund LP a déclaré, à titre de régularisation, avoir franchi à la baisse, le 30 octobre 2020, le seuil de 10% du capital et des droits de vote de la Société et, le 3 décembre 2020, les seuils de 5% du capital et des droits de vote de la Société et ne plus détenir aucune action de la Société.

Par courrier reçu le 10 décembre 2020, Monsieur John Pinto a déclaré avoir franchi à la baisse, le 3 décembre 2020, directement et indirectement, par l'intermédiaire des sociétés SOJE Fund LP et Hinsdale LLC qu'il contrôle, les seuils de 15%, 10% et 5% du capital et des droits de vote de la Société et ne plus détenir directement ou indirectement aucune action de la Société.

Par courrier reçu le 10 décembre 2020, le groupe familial Gellert a déclaré avoir franchi à la baisse, le 3 décembre 2020, indirectement, par l'intermédiaire des sociétés Windcrest Partners et Windcrest Partners II LP qu'il contrôle, les seuils de 15% des droits de vote et 10% et 5% du capital de la Société et ne plus détenir aucune action de la Société.

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

En vertu de l'article 25 des statuts de la Société, il est attribué un droit de vote double (i) à toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il serait justifié d'une inscription nominative depuis deux ans au moins au nom d'un même actionnaire et (ii) aux actions nominatives attribuées gratuitement à un actionnaire en cas d'augmentation de capital par incorporation de réserves, bénéfiques ou primes d'émission, à raison d'actions anciennes pour lesquelles il bénéficie de ce droit.

Le droit de vote double cessera de plein droit pour toute action ayant fait l'objet d'une conversion au porteur ou d'un transfert de propriété. Néanmoins, n'interrompt pas le délai fixé ci-dessus, ou conserve les droits acquis, tout transfert par suite de succession, de liquidation de communauté de biens entre époux ou de donation entre vifs au profit du conjoint ou d'un parent au degré successible.

En sus de l'existence de droit de vote double, et à la connaissance de la Société, il n'existe pas de détenteurs de titres comportant des droits de contrôle spéciaux.

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

Néant.

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

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 autre que ceux décrits à la section 7 du présent Projet de Note en Réponse.

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

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

a) Administrateurs

Au cours de la vie sociale, les administrateurs sont nommés par l'assemblée générale ordinaire.

La durée de leurs fonctions est de 6 années. Elle prend fin à l'issue de la réunion de l'assemblée qui statue sur les comptes de l'exercice écoulé et tenue dans l'année au cours de laquelle expire leur mandat.

Nul ne peut être nommé administrateur si, ayant dépassé l'âge de 70 ans, sa nomination a pour effet de porter à plus du tiers des membres du conseil d'administration le nombre d'administrateurs ayant dépassé cet âge. Lorsque ce quantum est dépassé, l'administrateur le plus âgé est réputé démissionnaire d'office à l'issue de la prochaine assemblée générale.

Les administrateurs sont toujours rééligibles. Ils peuvent être révoqués à tout moment par l'assemblée générale ordinaire.

b) Président du conseil d'administration

Aux termes de l'article 15-1 des statuts de la Société, le conseil d'administration élit parmi ses membres un président qui est, à peine de nullité de la nomination, une personne physique. Il détermine sa rémunération.

Le président est nommé pour une durée qui ne peut excéder celle de son mandat d'administrateur. Il est rééligible. Le conseil d'administration peut le révoquer à tout moment. En cas d'empêchement temporaire ou de décès du président, le conseil d'administration peut déléguer à un administrateur les fonctions de président.

Pour l'exercice de ses fonctions, le président du conseil d'administration doit être âgé de moins de 65 ans.

Lorsqu'en cours de fonction, cette limite d'âge aura été atteinte, le président du conseil d'administration sera réputé démissionnaire d'office et il sera procédé à la désignation d'un nouveau président.

En cas d'empêchement temporaire, la délégation est donnée à un administrateur pour une durée limitée et est renouvelable. En cas de décès, elle vaut jusqu'à l'élection du nouveau président.

8.7.2. *Vacance, décès, démission*

En cas de vacance par décès ou par démission d'un ou plusieurs sièges d'administrateur, le conseil d'administration peut, entre deux assemblées générales, procéder à des nominations à titre provisoire.

8.7.3. *Propriété d'une action*

Tout actionnaire peut être élu administrateur dès lors qu'il possède au moins une action de la Société.

Si au jour de sa nomination, un membre du conseil d'administration n'est pas propriétaire du nombre d'actions requis ou si, en cours de mandat, il cesse d'en être propriétaire, il est réputé démissionnaire d'office s'il n'a pas régularisé sa situation dans un délai de trois mois.

8.7.4. *Règles applicables aux modifications des statuts*

L'article 27 des statuts de la Société prévoit que l'assemblée générale extraordinaire peut modifier les statuts dans toutes leurs dispositions.

L'assemblée générale extraordinaire ne délibère valablement que si les actionnaires présents ou représentés, ayant voté par correspondance ou votant par visioconférence ou par des moyens de télécommunication permettant leur identification et dont la nature et les conditions d'application sont déterminées par décret, possèdent au moins, sur première convocation, le quart et, sur deuxième convocation, le cinquième des actions ayant le droit de vote. A défaut de ce dernier quorum, la deuxième assemblée peut être prorogée à une date postérieure de deux mois au plus à celle à laquelle elle avait été convoquée.

8.8. *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 :

*Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis
à l'examen de l'Autorité des Marchés Financiers*

Autorisations	Montant nominal maximum autorisé ou nombre d'actions	Date à laquelle l'autorisation a été donnée	Durée	Utilisation faite des délégations
Délégation de compétence donnée au conseil d'administration à l'effet de procéder à l'émission d'actions ou d'autres titres de capital ou de valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société ou donnant droit à l'attribution de titres de créances avec maintien du droit préférentiel de souscription	Montant nominal maximal des augmentations de capital social : 6.000.000 d'euros. Montant nominal des obligations ou autres titres de créances donnant accès au capital : 20.000.000 d'euros.	29 juin 2020	26 mois	Néant
Délégation de compétence donnée au conseil d'administration à l'effet de procéder à l'émission d'actions ou d'autres titre de capital ou de valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société ou donnant droit à l'attribution de titres de créances, avec suppression du droit préférentiel de souscription et par offre au public	Montant nominal maximal des augmentations de capital social : 6.000.000 d'euros. Montant nominal des obligations ou autres titres de créances donnant accès au capital : 20.000.000 d'euros.	29 juin 2020	26 mois	Néant
Délégation de compétence donnée au conseil d'administration à l'effet de procéder à l'émission d'actions ou d'autres titre de capital ou de valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société ou donnant droit à l'attribution de titres de créances avec suppression du droit préférentiel de souscription et par placement privé	20% du capital social par période de 12 mois	29 juin 2020	26 mois	Néant
Délégation de compétence donnée au conseil d'administration à l'effet de procéder à l'émission de titres complémentaires dans le cas d'augmentation de capital avec ou sans droit préférentiel de souscription	15% de l'émission initiale	29 juin 2020	26 mois	Néant

*Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis
à l'examen de l'Autorité des Marchés Financiers*

Autorisations	Montant nominal maximum autorisé ou nombre d'actions	Date à laquelle l'autorisation a été donnée	Durée	Utilisation faite des délégations
Délégation de pouvoirs donnée au conseil d'administration à l'effet d'émettre des actions ou autres titres de la société ou des valeurs mobilières donnant accès au capital dans la limite de 10% du capital de la société en vue de rémunérer des apports en nature consentis à la société et constitués de titres de capital ou de valeurs mobilières donnant accès au capital	Montant nominal maximal des augmentations de capital social : 6.000.000 d'euros. Montant nominal des obligations ou autres titres de créances donnant accès au capital : 20.000.000 d'euros.	29 juin 2020	26 mois	Néant
Délégation de compétence donnée au conseil d'administration à l'effet de créer toutes actions ou valeurs mobilières sans droit préférentiel de souscription, donnant droit immédiatement ou à terme à une quotité du capital en cas d'offre publique d'échange initiée par la société	Montant nominal maximal des augmentations de capital social : 6.000.000 d'euros. Montant nominal des obligations ou autres titres de créances donnant accès au capital : 20.000.000 d'euros.	29 juin 2020	18 mois	Néant
Autorisation conférée au conseil d'administration à l'effet de réduire le capital social par voie d'annulation de tout ou partie de ses propres actions	10% du capital social	29 juin 2020	18 mois	Néant
Délégation de compétence donnée au conseil d'administration à l'effet de procéder à une augmentation du capital social par incorporation de primes, réserves ou bénéfices ou autres sommes dont la capitalisation serait admise	Montant nominal maximal des augmentations de capital social : 5.000.000 d'euros.	29 juin 2020	26 mois	Néant
Autorisation donnée au conseil d'administration d'utiliser les délégations d'augmentation et de réduction du capital social en période d'offre publique visant les titres de la Société	-	29 juin 2020	-	Néant
Autorisation donnée au conseil d'administration à l'effet de consentir des options de souscription ou d'achat d'actions	7% du capital social	29 juin 2020	38 mois	Néant

*Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis
à l'examen de l'Autorité des Marchés Financiers*

Autorisations	Montant nominal maximum autorisé ou nombre d'actions	Date à laquelle l'autorisation a été donnée	Durée	Utilisation faite des délégations
Émission de bons de souscription d'actions, suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires anciens au bénéfice de cette émission et réservation de celle-ci à une catégorie de personnes	7% du capital social	29 juin 2020	18 mois	Néant
Délégation de compétence donnée au conseil d'administration à l'effet d'augmenter le capital en faveur des salariés de la société ou des sociétés de son groupe, adhérant à un plan d'épargne d'entreprise	10% du capital social	29 juin 2020	26 mois	Néant

8.9. Autorisations réglementaires

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

8.10. 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, en cas de changement de contrôle de la Société, aucun contrat significatif de la Société ne serait susceptible d'être impacté par l'Offre.

8.11. 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'accord au sein de la Société 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.

8.12. Mesures susceptibles de faire échouer l'Offre que la Société a mises en œuvre ou décide de mettre en œuvre

La Société n'a pas mis en œuvre de mesures susceptibles de faire échouer l'Offre et n'a pas l'intention de mettre en œuvre de telles mesures.

9. MODALITÉS DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIÉTÉ

Le Projet de Note en Réponse ainsi que 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. Ces documents seront également disponibles sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (www.dalet.com).

*Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis
à l'examen de l'Autorité des Marchés Financiers*

**10. PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITÉ DU PROJET DE NOTE EN
RÉPONSE**

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

Monsieur David Lasry
Président directeur général de Dalet, S.A.

*Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis
à l'examen de l'Autorité des Marchés Financiers*

Annexe 1

Rapport de l'Expert Indépendant



FINEXSI
EXPERT & CONSEIL FINANCIER



Attestation d'équité

Offre Publique d'Achat Simplifiée (OPAS) initiée par LONG PATH PARTNERS visant les actions de DALET SA

29 janvier 2021

SOMMAIRE

1. Présentation de l'Opération	6
1.1 Les sociétés concernées par l'Opération	6
1.1.1 Présentation de la société initiatrice	6
1.1.2 Présentation de la société objet de l'Opération	6
1.2 Présentation de l'Offre	8
1.2.1 Motifs de l'Offre	8
1.2.2 Contexte de l'Offre	8
1.2.3 Intentions de l'Initiateur pour les douze prochains mois	9
1.2.4 Accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Opération ou sur son issue	11
2. Déclaration d'indépendance	17
3. Diligences effectuées	17
4. Présentation du secteur d'activité de la société DALET	19
4.1.1 Le positionnement de DALET au sein des éditeurs de logiciels	19
4.1.2 Le marché mondial des Editeurs de logiciels	20
4.1.3 Le marché mondial des Prestations de services informatiques	23
5. Présentation de la société DALET	25
5.1 Rappel de l'historique	25
5.2 Présentation des activités du Groupe et de son <i>Business model</i>	28
5.2.1 L'offre de services DALET	28
5.2.2 Les principaux clients de DALET	29
5.2.3 Les modes de commercialisation des solutions DALET	30
5.3 Présentation synthétique des données financières historiques de DALET	30
5.3.1 Présentation du compte de résultat	31
5.3.2 Présentation du bilan	36
5.3.3 SWOT	40
6. Evaluation des actions de la société DALET	41
6.1 Critères d'évaluation écartés	41
6.1.1 Actif net comptable consolidé	41
6.1.2 Actif net comptable réévalué	41
6.1.3 Actualisation des dividendes futurs	41
6.1.4 Valeur liquidative	42

6.2	Critères d'évaluation retenus	42
6.2.1	Transactions récentes intervenues sur le capital de la Société (à titre principal)	42
6.2.2	Actualisation des flux de trésorerie prévisionnels ou DCF (à titre principal).....	43
6.2.3	Cours de bourse de la société (à titre secondaire).....	43
6.2.4	Méthode des comparables boursiers (à titre secondaire).....	46
6.2.5	Méthode des transactions comparables (à titre secondaire)	46
6.2.6	Objectifs de cours des analystes (à titre indicatif).....	47
6.3	Données de référence du groupe DALET.....	47
6.3.1	Nombre de titres retenu	47
6.3.2	Dette financière nette.....	47
6.4	Mise en œuvre de la valorisation de la société DALET	49
6.4.1	La référence aux transactions récentes intervenues sur le capital de la Société (à titre principal).....	49
6.4.2	Actualisation des flux de trésorerie prévisionnels (à titre principal)	50
6.4.3	Analyse du cours de bourse du Groupe (référence)	53
6.4.4	Méthode des comparables boursiers (à titre secondaire).....	53
6.4.5	Méthode des transactions comparables (à titre secondaire)	58
6.4.6	Objectifs de cours des analystes (à titre indicatif).....	61
7.	Accords connexes et autres accords pouvant avoir une incidence significative sur le prix d'Offre	62
7.1	Term Sheet.....	63
7.2	Le Contrat d'Acquisition Principal	64
7.3	Les Contrats d'Acquisition Additionnels.....	65
7.4	Traité d'apport.....	65
7.5	Pacte d'associés.....	66
7.6	Promesses « Leavers »	68
7.7	Convention de mandat social.....	69
7.8	Eventuelle mise en place de plans d'incitation à long terme au profit des Top Managers et/ou des membres du mid management.....	70
7.9	Engagement d'apport	70
7.10	Autres accords dont l'Initiateur a connaissance.....	70

8. Analyse des éléments d'appréciation du prix établi par l'établissement présentateur.....	71
8.1 Choix des critères d'évaluation.....	71
8.2 Mise en œuvre des différents critères.....	71
8.2.1 Données de référence.....	71
8.2.2 Transactions récentes intervenues sur le capital de la Société.....	72
8.2.3 Actualisation des flux de trésorerie prévisionnels.....	73
8.2.4 Analyse du cours de bourse.....	74
8.2.5 Méthode des comparables boursiers.....	74
8.2.6 Méthode des transactions comparables.....	75
8.2.7 Objectifs de cours des analystes.....	77
8.2.8 Méthode de l'actif net comptable.....	77
9. Synthèse de nos travaux et appréciation sur le caractère équitable du prix de l'Offre.....	78
9.1 Synthèse de nos travaux d'évaluation.....	78
9.2 Attestation sur le caractère équitable du prix de l'Offre.....	79
10. Annexe unique.....	81

Contexte de l'Offre

Dans le cadre du projet d'Offre Publique d'Achat Simplifiée (ci-après « l'OPAS » ou « l'Offre ») initiée par DALET HOLDING, (ci-après « DALET HOLDING » ou « l'Initiateur ») visant l'intégralité des actions DALET SA (ci-après « DALET » ou « la Société ») non détenues par elle à la date de la présente Offre à l'exclusion des 17.977 actions auto-détenues, soit un nombre total maximum de 749.051 actions représentant environ 18,82% du capital, au prix de 13,52€, nous avons été chargés, en qualité d'Expert Indépendant désigné par le Conseil d'administration de DALET, d'apprécier le caractère équitable des conditions financières de l'Offre. Cette désignation a été approuvée par l'Autorité des Marchés Financiers (« AMF ») en application de l'article 261-1-1 de son Règlement Général, la Société n'étant pas en mesure de constituer le comité ad hoc en charge du suivi des travaux de l'Expert Indépendant, tel que mentionné et défini au III de l'article 261-1 du Règlement Général de l'AMF. Notre désignation a pris effet au 10 novembre 2020.

Notre nomination a été effectuée sur le fondement des articles 261-1 I et II du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers (« AMF ») compte tenu (i) du fait que la société visée est déjà contrôlée par l'Initiateur au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce avant le lancement de l'Offre (article 261-1 I 1°), (ii) du fait que les dirigeants de la Société ont conclu un accord de cession et/ou d'apport de leurs titres DALET avec l'initiateur de l'Offre (article 261-1 I 2°), (iii) de l'existence d'accords connexes (pacte d'associés, promesses de vente et d'achat sur les titres détenus au sein du capital social de l'Initiateur, instruments financiers de type *ratchet* et plans d'actions gratuites) susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix de l'Offre (article 261-1 I 4°), (iv) de l'intention de l'Initiateur de demander la mise en œuvre d'un retrait obligatoire à l'issue de l'Offre (article 261-1 II).

La présente Offre, au prix de 13,52€ par action DALET, fait suite à l'acquisition d'un bloc de contrôle le 3 décembre 2020 par l'Initiateur de 1.497.974 actions DALET par voie de cession, représentant 37,64% du capital social et 32,30% des droits de vote de la Société, et de 1.714.380 actions DALET par voie d'apport de titres, représentant 43,08% du capital social et 52,08% des droits de vote de la Société (le « Bloc de Contrôle »).

Pour accomplir notre mission, nous avons utilisé la documentation publique, ainsi que les informations qui nous ont été transmises par DALET et ses conseils, ainsi que par ALANTRA, en qualité de Banque Présentatrice de l'Offre. Ces documents ont été considérés comme exacts et exhaustifs, et n'ont pas fait l'objet de vérification particulière de notre part. Nous n'avons pas cherché à valider les données historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous avons seulement vérifié la vraisemblance et la cohérence. Cette mission n'a pas consisté à procéder à un audit des états financiers, des contrats, des litiges et de tout autre document qui nous ont été communiqués et que nous avons collectés pour les stricts besoins de notre mission.

1. Présentation de l'Opération

1.1 Les sociétés concernées par l'Opération

1.1.1 Présentation de la société initiatrice

DALET HOLDING est une société par actions simplifiée de droit français, dont le siège social est situé 64 rue Anatole France, Levallois-Perret (92300), constituée pour les besoins de l'acquisition des titres DALET SA.

Son capital social s'élève à 43.431.032€. La société est immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Nanterre sous le numéro 890 097 892.

DALET HOLDING est détenu majoritairement par LONG PATH PRIVATE INVESTMENT PARTNERS I, société en commandite spéciale de droit luxembourgeois, dont le siège social est situé 6 rue Eugène Ruppert 2453 Luxembourg, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Luxembourg sous le numéro B247768, elle-même (i) gérée par LONG PATH PARTNERS, société à responsabilité limitée de droit luxembourgeois, dont le siège social est situé 6 rue Eugène Ruppert, 2453 Luxembourg, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Luxembourg sous le numéro B247768, et (ii) détenue par des investisseurs personnes physiques et morales (dont aucun ne détient plus de 25% du capital social de LONG PATH PRIVATE INVESTMENT PARTNERS I).

A la suite de l'acquisition, par voie de cession et d'apport de titres, le 3 décembre 2020, du Bloc de contrôle, DALET HOLDING détient 80,72% du capital et 80,07% des droits de vote théoriques¹ de DALET SA.

1.1.2 Présentation de la société objet de l'Opération

DALET est une société anonyme de droit français à Conseil d'administration. Elle est la société mère du Groupe éponyme. Avec près de 450 collaborateurs, DALET est un groupe français, qui opère sur les marchés de l'édition de logiciels et des prestations de services informatiques à destination notamment des diffuseurs et des professionnels des médias (radio et télévision). Les solutions proposées par DALET permettent la production, la gestion, la programmation, la diffusion et l'archivage de contenus multimédias (audio et vidéo).

La société DALET est immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Nanterre, sous le numéro 378 017 016, et son siège social est situé 16-18 rue Rivay à Levallois-Perret (92300).

Au 31 décembre 2020, le capital social de DALET s'élève à 7.958.764€ et est composé de 3.979.382 actions d'une valeur nominale de 2€, toutes de même catégorie. Les actions de DALET sont admises aux négociations sur le compartiment C d'Euronext Paris depuis le 23 juin 2000 (code ISIN FR0011026749).

¹ Sur la base d'un nombre total de 3.979.382 actions représentant 4.012.112 droits de vote théoriques au sens de l'article 223-11 du Règlement Général de l'AMF

Selon le projet de note d'information du 11 janvier 2021, la répartition du capital et des droits de vote exerçables de DALET préalablement à l'acquisition du bloc de contrôle, se présente comme suit :

Actionnariat de DALET avant l'acquisition du Bloc de Contrôle

Actionnaires	Actions (#)	Actions (%)	Droits de vote théoriques (#)	Droits de vote théoriques (%)
Mr. David LASRY	205 455	5,2 %	340 968	6,7 %
Mr. Stéphane SCHLAYEN	46 929	1,2 %	53 617	1,0 %
Mr. Stéphane GUEZ	206 306	5,2 %	372 196	7,3 %
Mr. Michaël ELHADAD	206 095	5,2 %	258 953	5,1 %
Mr. Salomon ELHADAD	190 700	4,8 %	230 502	4,5 %
Mr. Nicolas BREUGNON	21 595	0,5 %	32 595	0,6 %
Top Management	877 080	22,0 %	1 288 831	25,2 %
Long Path Partners	504 157	12,7 %	504 157	9,8 %
Windcrest Partners	447 122	11,2 %	894 244	17,5 %
SOJE Fund LP	534 982	13,4 %	615 982	12,0 %
Hinsdale LLC	129 000	3,2 %	145 000	2,8 %
Famille Pinto	68 524	1,7 %	68 524	1,3 %
Autres actionnaires	651 534	16,4 %	802 449	15,7 %
Flottant	749 006	18,8 %	781 736	15,3 %
Autocontrôle	17 977	0,5 %	17 977	0,4 %
Total	3 979 382	100,0 %	5 118 900	100,0 %

(*) Conformément aux dispositions de l'article 223-11 alinéa 2 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.

Les actions auto-détenues sont privées de droit de vote. Il existe des titres bénéficiant de droits de vote double.

Il n'existe pas, à la date du présent rapport, d'instrument dilutif en circulation susceptible de donner accès au capital de la Société.

À la suite de la réalisation de l'acquisition du Bloc de Contrôle le 3 décembre 2020, le capital et les droits de vote de la Société se répartissent comme suit :

Actionnariat de DALET après l'acquisition du Bloc de Contrôle

Actionnaires	Actions (#)	Actions (%)	Droits de vote théoriques (#)	Droits de vote théoriques (%)
Dalet Holding SAS	3 212 354	80,7 %	3 212 354	80,1 %
Flottant	749 051	18,8 %	781 781	19,5 %
Autocontrôle	17 977	0,5 %	17 977	0,4 %
Total	3 979 382	100,0 %	4 012 112	100,0 %

(*) Conformément aux dispositions de l'article 223-11 alinéa 2 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.

1.2 Présentation de l'Offre

L'Offre est présentée comme suit dans le projet de note d'information en date du 11 janvier 2021 établi par DALET HOLDING :

1.2.1 Motifs de l'Offre

« L'Offre, ainsi que l'Acquisition du Bloc de Contrôle à la suite de laquelle elle s'inscrit, est motivée par la transformation du groupe Dalet, (évolution de ses offres vers le Cloud, solutions agiles et modèle de revenus récurrent, initiée avec l'acquisition de la plateforme Ooyala Flex en 2019). Dans un contexte économique incertain, Dalet bénéficierait ainsi de ressources pérennes pour mener à bien les investissements nécessaires pour répondre aux enjeux futurs de son industrie. »

1.2.2 Contexte de l'Offre

« Long Path Partners LP (« Long Path ») est entré en négociations exclusives avec Monsieur David Lasry, Monsieur Stéphane Schlayen, Monsieur Stéphane Guez, Monsieur Michaël Elhadad, Monsieur Salomon Elhadad, Monsieur Nicolas Breugnon (les « Top Managers »), Windcrest Partners, Windcrest Partners II LP, Hinsdale LLC, SOJE Fund LP et Monsieur John Pinto (les « Actionnaires Historiques Réinvestisseurs », et ensemble avec les Top Managers, les « Actionnaires de Référence ») en vue de l'acquisition de l'intégralité des titres de la Société par le biais de l'Initiateur.

Dans cette perspective, Long Path a conclu, en date du 21 octobre 2020, avec les Actionnaires de Référence (à l'exception de Windcrest Partners II LP) une promesse irrévocable d'achat (put option agreement), en vertu de laquelle, Long Path s'est engagé à acquérir, sous réserve de l'avis favorable du comité social et économique de la Société (le « CSE ») sur l'Acquisition du Bloc de Contrôle. » [...]

La signature de cette Promesse a fait l'objet d'un communiqué de presse de la Société publié le 22 octobre 2020. Cette publication a marqué l'ouverture d'une période de pré-offre qui a fait l'objet d'un avis publié par l'AMF le 22 octobre 2020 sous le numéro 220C4513.

L'avis favorable du CSE de la Société sur l'Acquisition du Bloc de Contrôle a été obtenu en date du 23 octobre 2020. »

[...]

« En conséquence de l'obtention de l'avis favorable du CSE, ont été conclus le 4 novembre 2020 :

- un contrat d'acquisition principal (le « Contrat d'Acquisition Principal »), entre l'Initiateur, les Actionnaires de Référence, Long Path Smaller Companies Fund LP, Long Path Private Investment Partners I SCSp, Madame Emma Pinto, Madame Sarah Pinto, Monsieur Jacob Pinto et Monsieur Owen Pinto, relatif au transfert, par voie de cession et d'apport en nature, au profit de l'Initiateur de 2.560.820 actions de la Société au prix unitaire de 13,52 euros ; le transfert desdites actions Dalet devant intervenir le 31 décembre 2020 au plus tard ;*

- dix-huit (18) contrats d'acquisition additionnels (les « Contrats d'Acquisition Additionnels »), entre l'Initiateur et des cadres ou anciens cadres de la Société ainsi que des investisseurs institutionnels relatifs à l'acquisition d'un nombre total de 651.534 actions de la Société au prix unitaire de 13,52 euros (les « Acquisitions Additionnelles »). Le transfert des actions Dalet devant intervenir dans les 10 jours ouvrés suivant la réalisation de la condition suspensive au traité d'apport et au plus tard 10 jours ouvrés suivant le 15 décembre 2020 ;
- un term sheet (le « Term Sheet »), conclu entre les Actionnaires de Référence et Long Path Partners, et une lettre avenant y afférent en date du 3 décembre 2020 (la « Lettre Avenant »).

La signature de ces accords a fait l'objet d'un communiqué de presse de la Société publié le 4 novembre 2020.

Le 20 novembre 2020, conformément au Contrat d'Acquisition Principal, l'Initiateur a conclu avec les Actionnaires de Référence et Long Path Private Investment Partners I SCSp, un Traité d'Apport (tel que ce terme est défini ci-après) prévoyant l'apport hors marché de 1.714.380 actions de la Société détenues par les Actionnaires Apporteurs (tel que ce terme est défini ci-après) au bénéfice de l'Initiateur à un prix d'apport de 13,52 euros par action.

Le 3 décembre 2020, 1.497.974 actions Dalet objets du Contrat d'Acquisition Principal et des Contrats d'Acquisition Additionnels ont été cédées à l'Initiateur. Par ailleurs, le même jour, 1.714.380 actions Dalet ont été apportées au terme du Traité d'Apport. La réalisation de l'Acquisition du Bloc de Contrôle a fait l'objet d'un communiqué de presse publié le 4 décembre 2020. »

1.2.3 Intentions de l'Initiateur pour les douze prochains mois

Stratégie et politique industrielle, commerciale et financière

« L'Initiateur entend poursuivre la stratégie de croissance de la Société, en collaboration avec les dirigeants actuels de la Société. La Société pourra ainsi notamment poursuivre ses investissements et le renforcement de sa structure dans des géographies et segments à forts potentiels, avec des objectifs de retour long terme.

Dans la mesure où la stratégie de l'Initiateur repose sur la continuité et le développement des activités actuelles de la Société, l'Initiateur ne prévoit pas de modification de la stratégie et politique industrielle, commerciale et financière dans les douze prochains mois. »

Fusion – Autres réorganisations

« L'Initiateur n'envisage pas, à la date du Projet de Note d'Information, de fusionner avec la Société.

Il est toutefois précisé que l'Initiateur se réserve la possibilité, à l'issue de l'Offre, d'étudier d'éventuelles opérations de fusion entre la Société et d'autres entités du groupe Dalet ou d'éventuels transferts d'actifs, y compris par voie d'apport. L'Initiateur se réserve également la possibilité de procéder à toute autre réorganisation de la Société. À ce jour, aucune décision n'a été prise et aucune étude de faisabilité n'a été engagée. »

Politique de distribution de dividendes

« L'Initiateur n'envisage pas de modifier la politique de distribution de dividendes de la Société à l'issue de l'Offre. Toute modification sera décidée en tout état de cause par ses organes sociaux conformément aux lois applicables et aux statuts de la Société, et en fonction notamment de sa capacité distributive et de ses besoins de financement. »

Synergies envisagées

« L'Initiateur est une société holding ayant pour objet la prise de participation et la gestion de la Société. Par conséquent, l'opération ne devrait générer aucune synergie, à l'exception de l'économie des coûts liés à la cotation dans le cas où une procédure de retrait obligatoire était mise en œuvre à l'issue de l'Offre si les conditions étaient réunies. L'économie des coûts liés à la cotation est estimée à environ 200.000 euros par an. »

Retrait obligatoire – Radiation

Dans le cas où le nombre d'actions non présentées à l'Offre par les actionnaires de la Société ne représenterait pas plus de 10% du capital et des droits de vote de la Société, l'Initiateur envisage de demander, dans un délai de 3 mois à l'issue de la clôture de l'Offre, conformément aux articles L. 433-4 III du Code monétaire et financier et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les actions de la Société non apportées à l'Offre, moyennant une indemnisation égale au Prix de l'Offre, étant précisé que cette procédure de retrait obligatoire entraînerait la radiation des actions de la Société du marché Euronext Paris.

L'Initiateur se réserve également la faculté, dans l'hypothèse où il viendrait à détenir ultérieurement, directement ou indirectement, au moins 90% du capital social ou des droits de vote de la Société, de déposer auprès de l'AMF un projet d'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire, visant les actions de la Société qu'il ne détiendrait pas directement ou indirectement, dans les conditions des articles 236-1 et suivants et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF. L'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire serait soumise au contrôle de l'AMF, qui se prononcerait sur la conformité de celui-ci au vu notamment du rapport de l'expert qui serait désigné conformément aux dispositions de l'article 236-1 du règlement général de l'AMF. »

1.2.4 Accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Opération ou sur son issue

« Les accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue sont les suivants : »

Term Sheet

« Long Path Partners LLC et les Actionnaires de Référence ont conclu, en date du 4 novembre 2020, un Term Sheet (tel que modifié par la Lettre Avenant) relatif, notamment :

- aux modalités de réinvestissement des Actionnaires de Référence au sein de l'Initiateur. Ce réinvestissement a pris la forme d'une souscription des émissions réalisées par l'Initiateur, étant précisé que cette souscription s'est faite exclusivement en contrepartie de l'Apport (qui a été réalisé sur la base d'un prix égal au Prix de l'Offre, soit 13,52 euros) ;
- aux modalités de direction de l'Initiateur et de la Société ;
- aux mécanismes de liquidité et de transferts de titres au sein de l'Initiateur ;
- à la mise en place de promesses de vente et d'achat ;
- à l'éventuelle mise en place, postérieurement à la clôture de l'Offre et au plus tard au 31 décembre 2021, de plans d'incitation à long terme au profit (i) des Top Managers et/ou (ii) des membres du mid management. »

Contrat d'Acquisition Principal

« Le 4 novembre 2020, l'Initiateur a conclu avec les Actionnaires de Référence et d'autres actionnaires de la Société (ensemble, les « Cédants Principaux ») le Contrat d'Acquisition Principal qui prévoit le transfert de 2.560.820 actions de la Société (par voie de cession hors marché et, le cas échéant, d'apport) au bénéfice de l'Initiateur. »

[...]

« Le prix par action de la Société cédée dans le cadre du Contrat d'Acquisition Principal s'élève à 13,52 euros (le « Prix d'Acquisition des Blocs »).

Les Cédants Principaux bénéficient d'un complément de prix (le « Complément de Prix ») applicable dans l'hypothèse où, dans les 12 mois suivant la date de réalisation de l'Acquisition du Bloc de Contrôle, l'Initiateur (ou tout affilié de l'Initiateur), seul ou de concert, déposerait une offre publique d'achat (volontaire ou obligatoire) conformément au Titre III du Livre II du règlement général de l'AMF (en ce compris toute offre publique d'achat simplifiée, toute offre publique de retrait ou tout retrait obligatoire) sur les actions de la Société à un prix supérieur par action de la Société au Prix d'Acquisition des Blocs (une « Offre Mieux-Disante »). Dans une telle situation, l'Initiateur devra verser à chaque Cédant Principal un montant en numéraire (qui sera réputé être une augmentation du Prix d'Acquisition du Bloc) égal à (A) la différence positive entre (i) le prix par action de la Société offert dans le cadre de l'Offre Mieux-Disante et (ii) le Prix d'Acquisition des Blocs, multiplié par (B) le nombre d'actions de la Société transférées par chaque Cédant Principal concerné dans le cadre du Contrat d'Acquisition Principal. »

[...]

Contrats d'Acquisition Additionnels

« Le 4 novembre 2020, l'Initiateur a conclu avec six (6) cadres ou anciens cadres de la Société ainsi qu'avec douze (12) investisseurs institutionnels (ensemble, les « Cédants Additionnels ») les Contrats d'Acquisition Additionnels qui prévoient le transfert des actions de la Société (par voie de cession hors marché) au bénéfice de l'Initiateur d'un nombre total de 651.534 actions de la Société (représentant 16,37% du capital social de la Société au 3 décembre 2020, date de réalisation des transferts), auxquelles sont attachés 802.449 droits de vote (représentant 15,68% des droits de vote de la Société au 3 décembre 2020, date de réalisation des transferts). »

[...]

« Le prix par action de la Société cédée dans le cadre des Contrats d'Acquisition Additionnels s'élève à 13,52 euros, à savoir le Prix d'Acquisition des Blocs.

Le Complément de Prix s'applique mutatis mutandis pour chaque Cédant Additionnel au titre du Contrat d'Acquisition Additionnel concerné. »

Traité d'apport

« Le 20 novembre 2020, l'Initiateur a conclu avec les Actionnaires de Référence et Long Path Private Investment Partners I SCSp (les « Actionnaires Apporteurs ») un traité d'apport (le « Traité d'Apport ») prévoyant l'apport hors marché de 1.714.380 actions de la Société détenues par les Actionnaires Apporteurs au bénéfice de l'Initiateur à un prix d'apport de 13,52 euros par action (l'« Apport »).

Conformément aux dispositions de l'article L. 225-147 du Code de commerce, Monsieur Jacques Sultan, a été désigné en qualité de commissaire aux apports par une décision de l'associé unique de l'Initiateur en date du 4 novembre 2020. »

En rémunération de l'Apport, et conformément au Traité d'Apport, les Actionnaires Apporteurs ont reçu le 3 décembre 2020 (date de réalisation de l'Apport), la contrepartie ci-dessous reflétant une structure de rémunération classique pour ce type de transaction avec réinvestissement :

- 23.178.413 actions ordinaires nouvelles de l'Initiateur, entièrement libérées dès leur création, d'une valeur nominale de 1 euro chacune ;
- une soulte en numéraire égale à 4,60 euros à laquelle les Actionnaires Apporteurs ont renoncé expressément.

[...]

Pacte d'associés

« Le 3 décembre 2020, Long Path Private Investment Partners I SCSp et les Actionnaires de Référence ont conclu, pour une durée de quinze (15) ans, renouvelable par période d'un (1) an, un pacte d'associés (le « Pacte d'Associés ») ayant vocation à organiser la gouvernance de l'Initiateur et des sociétés du groupe et définissant les conditions applicables au transfert de tout ou partie des titres de l'Initiateur détenus par les parties au Pacte d'Associés.

Le Pacte d'Associés n'est pas constitutif d'une action de concert entre ses signataires. »

[...]

Transferts de titres et clauses de sortie

(i) « Transferts de titres internes

- Liquidité anticipée assurée par l'Initiateur

À compter du 1^{er} janvier 2022 et après valorisation de l'Initiateur à dire d'expert intervenant annuellement (l'« Expert Evaluator »), dans l'hypothèse où l'un des détenteurs de titres de l'Initiateur souhaiterait céder ses titres, le cédant se verra proposer une liquidité anticipée assurée par l'Initiateur. A cet égard, le comité de surveillance détermina, à la majorité simple, le nombre de titres pouvant être transférés en fonction des capacités financières de l'Initiateur suivant le rang de priorité des cédants suivants :

1. Les Top Managers ;
2. Les Actionnaires Historiques Réinvestisseurs ; et
3. Long Path Private Investment Partners I SCSp.

Dans l'hypothèse où les mécanismes d'incitation à long terme envisagés par le Term Sheet seraient mis en œuvre, notamment sous la forme d'attribution d'actions gratuites, les Top Managers souhaitant céder leurs titres se verront proposer un mécanisme de liquidité portant sur un maximum de 80% de leurs actions gratuites définitivement acquises assuré par l'Initiateur, ou à défaut par Long Path Private Investment Partners I SCSp.

- Liquidité anticipée partielle offerte aux Top Managers

À tout moment à compter du 4^{ème} anniversaire de la date de conclusion du Pacte d'Associés, dans l'hypothèse où les Top Managers souhaiteraient céder leurs titres, une liquidité anticipée étalée sur trois (3) années leur serait offerte, à hauteur de 35% de leur participation, par l'Initiateur s'il en a la capacité financière et, dans le cas contraire, par Long Path Private Investment Partners I SCSp. Cette liquidité partielle sera mise en œuvre à dire d'Expert Evaluator. Il est précisé que pour Monsieur David Lasry cette liquidité anticipée partielle ne peut avoir pour effet de porter sa détention au capital de l'Initiateur en dessous de 4% tant qu'il occupe les fonctions de président de l'Initiateur. Un mécanisme de liquidité similaire pourra être proposé aux Top Managers dans l'hypothèse où d'autres instruments financiers de l'Initiateur seraient souscrits par ces derniers. »

[...]

Promesse Leavers des Top Managers (à l'exception de Monsieur David Lasry)

« Les Top Managers (à l'exception de Monsieur David Lasry) et/ou leurs ayant-droits bénéficient d'une promesse d'achat consentie par Long Path Private Investment Partners I SCSp sur l'intégralité des titres qu'ils détiennent au sein du capital social de l'Initiateur (la « Promesse d'Achat ») en cas de :

- décès, incapacité, invalidité permanente, départ à la retraite ou tout autre cas décidé par le comité de surveillance à la Majorité Qualifiée (le « Départ Good Leaver ») ;
- départ anticipé du groupe, pour quelque raison que ce soit autre qu'un cas de Départ Good Leaver ou de Départ Bad Leaver (le « Départ Medium Leaver »).

Long Path Private Investment Partners I SCSp bénéficie d'une promesse de vente consentie par les Top Managers sur les titres qu'ils détiennent au sein du capital social de l'Initiateur (la « Promesse de Vente »), en cas :

- de Départ Good Leaver, étant précisé que dans ce cas, la Promesse de Vente ne portera que sur 50% des titres détenus par le Top Manager concerné ;
- de Départ Medium Leaver ;
- de violation significative du Pacte d'Associés ou de départ anticipé du groupe pour faute lourde (le « Départ Bad Leaver »).

Le prix d'exercice des Promesses d'Achat et de Vente et leurs modalités de paiement (dans certains cas, une partie du prix sera payée au moment du départ et le solde -si applicable- au moment de la sortie) varient selon la date de départ et la cause du départ (une décote pourra notamment être appliquée en cas de Départ Medium Leaver et de Départ Bad Leaver). Le prix sera déterminé sur la base de la valorisation réalisée annuellement par un l'Expert Evalueur calculée sur (A) (i) sur le fondement des états financiers consolidés de l'Initiateur de l'année précédant le départ si le départ a lieu entre le 1er janvier et le 30 juin d'une année donnée et (ii) sur le fondement des états financiers consolidés de l'Initiateur de l'année du départ si ce dernier a lieu entre le 1^{er} juillet et le 31 décembre d'une année donnée, (B) une approche multicritères et (C) un prix par titre déterminé en fonction des droits économiques attachés auxdits titres. Dans certains cas de départ intervenant moins de six mois avant une sortie globale, le Top Manager concerné pourra recevoir la différence positive entre le prix qu'il aurait perçu s'il était resté actionnaire au moment de la sortie et le prix effectivement reçu lors de son départ.

Ces Promesses d'Achat et de Vente ont été conclues le 3 décembre 2020. »

Promesse Leavers de Monsieur David Lasry

« Monsieur David Lasry et/ou ses ayant-droits bénéficient d'une promesse d'achat consentie par Long Path Private Investment Partners I SCSp sur tout ou partie des titres qu'il détient au sein du capital social de l'Initiateur (la « Promesse d'Achat DL ») en cas de :

- décès, incapacité, invalidité permanente, départ à la retraite, démission/révocation/non-renouvellement de son mandat social (à l'exception d'un départ pour faute lourde) ou tout autre cas décidé par le comité de surveillance à la Majorité Qualifiée (le « Départ Good Leaver DL ») ;
- départ anticipé du groupe, pour quelque raison que ce soit autre qu'un cas de Départ Good Leaver ou de Départ Bad Leaver (tel que ce terme est défini ci-dessous) (le « Départ Medium Leaver DL »).

Long Path Private Investment Partners I SCSp bénéficie d'une promesse de vente consentie par Monsieur David Lasry sur les titres qu'il détient au sein du capital social de l'Initiateur (la « Promesse de Vente DL »), en cas :

- de Départ Medium Leaver DL ; et
- de violation significative du Pacte d'Associés ou de départ anticipé du groupe pour faute lourde (le « Départ Bad Leaver DL »).

Le prix d'exercice des Promesses d'Achat DL et de Vente DL et leurs modalités de paiement (dans certains cas, une partie du prix sera payée au moment du départ et le solde -si applicable- au moment de la sortie) varient selon la date de départ et la cause du départ (une décote pourra notamment être appliquée en cas de Départ Medium Leaver DL et de Départ Bad Leaver DL). Le prix sera déterminé sur la base de la valorisation réalisée annuellement par un l'Expert Evalueur calculée en application des mêmes principes que ceux énoncés ci-avant. [...].

Ces Promesses d'Achat DL et de Vente DL ont été conclues le 3 décembre 2020. »

Convention de mandat social

« Monsieur David Lasry et l'Initiateur ont conclu en date du 3 décembre 2020 une convention de mandat social aux termes de laquelle, notamment :

- Monsieur David Lasry, au titre de ses fonctions de président de l'Initiateur, percevra une rémunération fixe ainsi qu'une rémunération variable calculée sur la base de critères quantitatifs et qualitatifs déterminés annuellement par le comité de surveillance ;
- Monsieur David Lasry aura le droit :
 - o En cas de départ causé, à une indemnité de départ de 6 mois calculée sur la moyenne de la rémunération brute (en numéraire) des 12 mois précédant le départ, sauf en cas de départ pour faute lourde ;
 - o En cas de départ sans cause, à une indemnité de départ de 12 mois calculée sur la moyenne de la rémunération brute (en numéraire) des 12 mois précédant le départ.
- Monsieur David Lasry est tenu par des engagements de non-concurrence et de non-sollicitation, dont la durée variera selon la qualification attribuée à son départ, ainsi qu'à des engagements d'exclusivité. »

Engagements d'apport

« Il n'existe pas d'engagement d'apport à l'Offre. »

Autres accords dont l'Initiateur a connaissance

« L'Initiateur n'a pas connaissance d'autre accord et n'est partie à aucun autre accord en lien avec l'Offre ou qui serait de nature à avoir un impact significatif sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre. »

2. Déclaration d'indépendance

Nous vous confirmons que le cabinet FINEXSI, ainsi que ses associés :

- Sont indépendants au sens des articles 261-1 et suivants du Règlement Général de l'AMF et sont en mesure à ce titre d'établir la déclaration d'indépendance prévue par l'article 261-4 dudit Règlement Général, ne se trouvent notamment dans aucun des cas de conflit d'intérêts visés à l'article 1 de l'instruction AMF 2006-08 et n'entretiennent aucun lien juridique ou en capital avec les sociétés concernées par l'Offre, ou leurs conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance ;
- Disposent de façon pérenne des moyens humains et matériels nécessaires à l'accomplissement de leur mission, ainsi que d'une assurance ou d'une surface financière suffisante en rapport avec les risques éventuels liés à cette mission ;
- Adhèrent à l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI), association reconnue par l'AMF en application des articles 263-1 et suivants de son Règlement Général.

3. Diligences effectuées

Le détail de nos diligences figure en Annexe.

Nos diligences ont principalement consisté en :

- La prise de connaissance détaillée de l'Offre, de ses modalités et du contexte spécifique dans lequel elle se situe ;
- L'examen des transactions intervenues précédemment sur le capital de la société DALET, et en particulier des modalités de l'acquisition hors marché, par DALET HOLDING, d'un bloc de 3.212.354 actions DALET intervenue le 3 décembre 2020 ;
- L'analyse des risques et opportunités identifiés pour DALET, susceptibles d'affecter sa valorisation, dont la synthèse est présentée sous la forme de matrice SWOT ;
- L'analyse des comptes et du plan d'affaires de la société DALET avec le management opérationnel, intégrant l'identification des hypothèses clés considérées et l'appréciation de leur pertinence ;
- La mise en œuvre d'une évaluation multicritère du groupe DALET et d'analyses de sensibilité sur les hypothèses structurantes de valorisation ;
- L'analyse critique du rapport d'évaluation préparé par l'établissement présentateur de l'Offre ;
- L'analyse des accords et opérations connexes susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix de l'Offre ;
- L'établissement d'un rapport, présenté sous forme d'une attestation d'équité, exposant les travaux d'évaluation des actions DALET et notre opinion quant au caractère équitable du prix offert.

Dans le cadre de notre mission, nous avons pris connaissance d'un ensemble d'informations comptables et financières (états financiers, communiqués, etc.) publiées par la Société au titre des derniers exercices clos.

Nous avons effectué des diligences sur la documentation juridique mise à disposition, dans la stricte limite et à la seule fin de collecter les informations utiles à notre mission.

Nous nous sommes entretenus à différentes reprises avec le management de la Société, tant pour appréhender le contexte de l'Offre que pour comprendre la situation financière actuelle, les perspectives d'activité et les prévisions financières qui en découlent.

Nous avons procédé à l'appréciation des hypothèses économiques sur lesquelles se basent les données prévisionnelles sous-tendant le plan d'affaires de DALET puis, sur la base de ces prévisions, modélisé les flux de trésorerie afin de mettre en œuvre une approche fondée sur l'actualisation de ces flux.

Concernant les méthodes d'évaluation analogiques (multiples des sociétés cotées comparables et multiples des transactions comparables), nous avons étudié les informations publiques disponibles à partir de nos bases de données financières.

Enfin, nous avons pris connaissance des travaux d'ALANTRA tels que présentés dans le rapport d'appréciation du prix d'Offre et résumés dans le projet de note d'information. Nous avons dans ce cadre tenu plusieurs réunions de travail avec les représentants de l'établissement présentateur.

Une revue qualité a été effectuée par Monsieur Jean-Marc BRICHET, Associé du cabinet, qui n'est pas intervenu sur le dossier.

4. Présentation du secteur d'activité de la société DALET

4.1.1 Le positionnement de DALET au sein des éditeurs de logiciels

DALET conçoit des solutions logicielles de gestion de contenu numérique audio et vidéo, et cette activité représente 61% de son chiffre d'affaires en 2019. Le Groupe évolue principalement sur le segment spécifique du Media Asset Management (MAM), tel qu'illustré ci-dessous.



Sources : Analyses FINEXSI et Xerfi

Nous présentons dans les parties suivantes les perspectives de croissance et les indicateurs clés dont dépend chacun de ces marchés.

4.1.2 Le marché mondial des Editeurs de logiciels

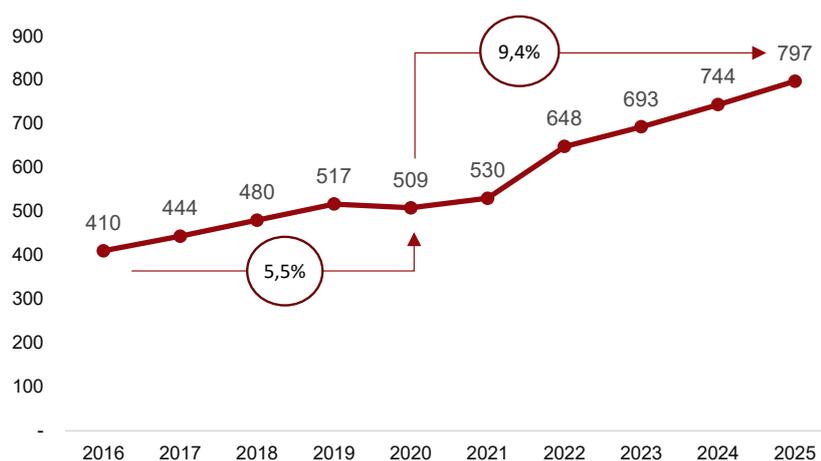
4.1.2.1 L'évolution historique du marché mondial des éditeurs de logiciels et données prospectives

4.1.2.1.1 Le marché des éditeurs de logiciels

Le marché mondial des éditeurs de logiciel est estimé à 509 Mds\$ en 2020². Sur la période 2016-2020, le marché a affiché une croissance continue, avec une croissance annuelle moyenne de 5,5%.

En 2025, la taille de ce marché devrait atteindre les 797 Mds \$, correspondant à une croissance annuelle moyenne de 9,4% sur la période 2020-2025, sensiblement supérieure à celle observée sur la période 2016-2020.

Evolution du marché mondial du logiciel exprimé en en Mds\$ sur la période 2016-2025



Sources : Statista, Analyses FINEXSI

4.1.2.1.2 Les défis structurels des éditeurs de logiciels : répondre aux enjeux du SaaS

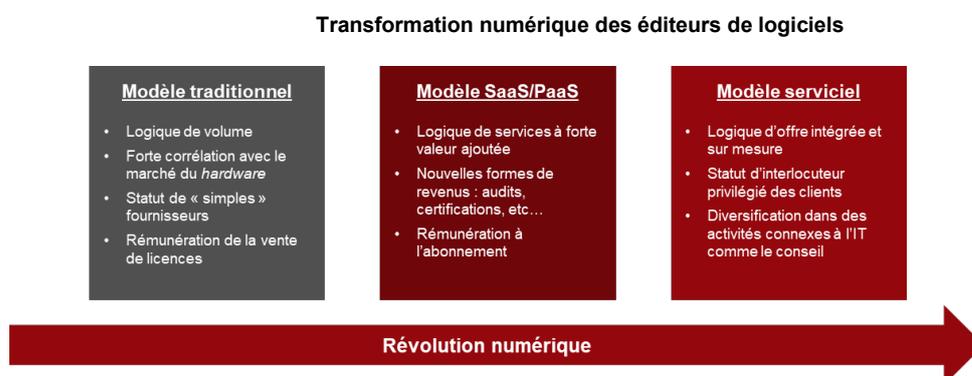
Parmi l'ensemble des enjeux imposés par la transformation numérique des acteurs du Média et de l'Entertainment (E&M), le SaaS³ est l'une des principales priorités des éditeurs de logiciels pour les années à venir.

Ces derniers ont pour objectif d'initier la transformation de leur *business model* en opérant une migration de leurs solutions vers le *Cloud* afin de répondre à la demande des utilisateurs qui souhaitent désormais bénéficier de solutions déployables rapidement, accessibles en tout lieu, et dont elles maîtrisent les coûts.

² Statista « Global software market revenue by segment 2016-2025 »

³ Une solution dite SaaS (« Software as a Service » ou en français : « logiciel en tant que service ») est une solution logicielle applicative hébergée et exploitée en dehors de l'organisation ou de l'entreprise par un tiers, et accessible à la demande via un accès Internet. L'utilisation de la solution est facturée sous forme d'un abonnement (source : cegid.com)

Les transformations à l'œuvre au sein des éditeurs de logiciels peuvent se résumer comme suit :



Source : Xerfi, *L'édition de logiciels*, Septembre 2020

Au-delà de l'aspect opérationnel, le SaaS est également vecteur d'un nouveau modèle économique et commercial puisqu'il permet notamment une augmentation des revenus récurrents (ce qui n'est pas obligatoirement le cas dans des configurations *on-premise* où les ventes de licences perpétuelles sont, par définition, définitives).

Les éditeurs de logiciels devraient également faire évoluer leur *business model* en diversifiant leur offre, notamment via des services à plus forte valeur ajoutée. En effet, outre la flexibilité accrue dans l'utilisation des outils informatiques, la demande des utilisateurs porte également sur une expertise technologique plus poussée. Ainsi, l'intégration de nouvelles technologies est devenue l'une des priorités des éditeurs de logiciels.

Le phénomène induit pour les éditeurs de (i) repenser leur modèle afin d'opérer une migration de leurs produits vers des solutions SaaS (la crise de la Covid-19 en montre l'importance), et (ii) de développer des expertises sur toutes les nouvelles innovations technologiques telles que le *Cloud Computing*, la cybersécurité ou encore l'IoT⁴, et ce, toujours dans l'optique de proposer à leurs clients une offre complète permettant de répondre au mieux à leurs attentes et défis.

Dans l'ensemble, le secteur de l'édition de logiciels a bien résisté durant le premier semestre 2020 aux effets de la crise économique liée à la Covid-19. Le chiffre d'affaires du secteur n'a que faiblement baissé en mars, avril et mai 2020 (-3,7%⁵ en moyenne sur le marché français par exemple) au regard de l'année précédente, même si les opérateurs ont dû faire face, notamment au début de la crise, à des demandes de renégociations ou d'interruptions de contrats, ainsi qu'à un allongement des délais de paiement de leurs clients. Cette tendance s'explique notamment par la progression du SaaS au cours des dernières années qui, fonctionnant sur une tarification à l'abonnement, a permis le maintien d'une partie des revenus des opérateurs. Par ailleurs les acteurs du secteur sont également parvenus à assurer une bonne continuité des activités, avec un recours quasi généralisé au télétravail n'impactant que faiblement leur productivité.

⁴ L'IoT (pour « *Internet of Things* » ou « Internet des choses » en français) fait référence aux objets physiques connectés à l'Internet

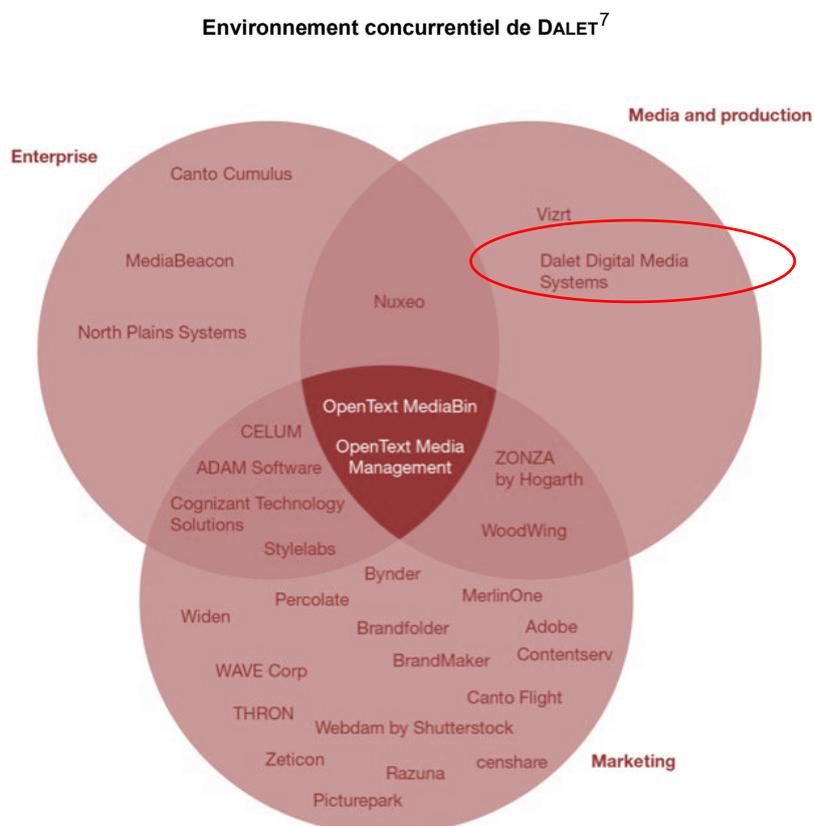
⁵ Xerfi, *L'édition de logiciels*, Septembre 2020

4.1.2.1.3 Le positionnement de DALET sur le segment spécifique du *Media Asset Management* (MAM)

Au sein de l'édition de logiciels, un segment *MAM* (*Media Asset Management*) est dédié à la gestion et au stockage de contenus médias. Le *Media Asset Management* est une sous-famille des logiciels de *Data Asset Management* (*DAM*) à destination des médias et des éditeurs/diffuseurs de contenus multimédias, qui peut se définir comme suit : un espace (souvent un logiciel) où les utilisateurs peuvent trouver tous les contenus digitaux qui ont été pensés et créés, prêts à être publiés ou diffusés⁶. On trouve sur cet espace principalement des fichiers médias (comme des photos, des vidéos ou des enregistrements audio) et l'interface permet aux utilisateurs de stocker, organiser, trouver, gérer, distribuer et analyser facilement leurs contenus numériques.

Le groupe DALET intervient sur ce segment et se positionne comme un *pure-player* du *Media Asset Management*, dont les services s'adressent principalement aux médias (télévision, radio - NEWS) ainsi qu'aux éditeurs et diffuseurs de contenus multimédias (MEDIA).

Le paysage concurrentiel peut être illustré comme suit :



Sources : Forrester Vendor Landscape: Digital Asset Management, 2017 et Analyses FINEXSI

⁶ Source : saas-advisor.com

⁷ La plupart des sociétés appartenant à l'environnement concurrentiel de DALET ne sont pas cotées à l'exception d'OPEN TEXT CORPORATION (Nasdaq GS:OTEX), COGNIZANT TECHNOLOGY SOLUTIONS CORPORATION (Nasdaq GS:CTSH), ADOBE INC. (Nasdaq GS:ADBE) et SHUTTERSTOCK, INC. (NYSE:SSTK) et étant précisé que ces dernières ont une taille nettement plus importante que DALET

4.1.3 Le marché mondial des Prestations de services informatiques

Le second segment d'activité sur lequel intervient le groupe DALET est la prestation de services informatiques qui représentait 28% de son chiffre d'affaires en 2019. Il convient de noter que cette activité de prestation de services concerne quasi exclusivement l'intégration de solutions logicielles développées par DALET.

4.1.3.1 Les définitions clés du marché des Prestations de services informatiques

Les prestations de services informatiques sont généralement réalisées par des ESN (pour « Entreprises de Services Numériques », anciennement appelées « SSII⁸ »), et sont avec l'édition de logiciel et la vente de matériel informatique, l'une des principales branches de la filière informatique.

Les prestations de services informatiques couvrent les besoins d'externalisation, de gestion de projets informatiques et de transformation au sens large des directions informatiques des entreprises.

Les activités de prestations informatiques sont de plusieurs natures :

- Le conseil : regroupe des domaines d'expertise assez vastes, allant de la transformation digitale à la cybersécurité en passant par l'organisation, les processus métiers, la conduite du changement, etc. ;
- L'intégration de systèmes : il s'agit de la vente et du déploiement au sein de l'environnement informatique d'un client de matériel informatique, d'un logiciel tiers ou encore d'un applicatif conçu spécialement pour le client ;
- L'infogérance (externalisation ou *outsourcing*) : on distingue souvent trois niveaux d'infogérance :
 - L'infogérance applicative correspondant au déploiement, la gestion, la maintenance, l'évolution et l'optimisation des applications et autres logiciels métiers pour le compte du client ;
 - L'infogérance d'infrastructure correspondant à la gestion, exploitation et sécurisation de l'ensemble d'un système informatique ;
 - *Business Process Outsourcing*⁹ : qui est l'externalisation de tout un processus métier (RH, comptabilité, etc.).
- Le support/assistance technique pour venir en aide aux clients pour tous les problèmes qu'ils peuvent rencontrer avec les solutions/systèmes intégrés ;
- La formation qui correspond à des sessions de formation et coaching sur des solutions et thématiques technologiques diverses.

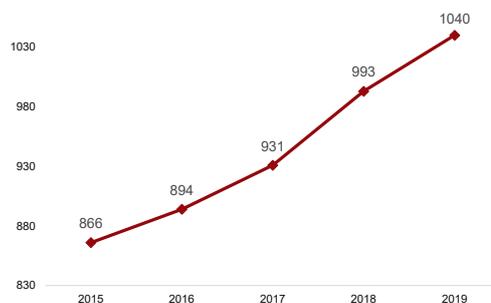
⁸ Société de Services en Ingénierie Informatique

⁹ Correspond à l'externalisation d'une partie de l'activité de l'entreprise vers un prestataire extérieur, un sous-traitant, privilégiant notamment un accroissement de flexibilité

4.1.3.2 L'évolution historique du marché des Prestations de services informatiques

Historiquement, le marché des services informatiques est en croissance, dans la mesure où les dépenses des entreprises pour ce type de prestations n'ont cessé de croître au cours des dernières années, passant au niveau mondial de 866 Mds \$ à 1 040 Mds \$ entre 2015 et 2019.

Evolution des dépenses en services informatiques dans le monde, 2015-2019



Source : Statista

La croissance de ce marché est notamment expliquée par la transformation numérique qui s'est imposée dans la stratégie de la quasi-totalité des entreprises, quelle que soit leur taille ou leur secteur d'activité.

Principales raisons derrière la transformation numérique des entreprises (2019)



Source : Marketing Charts selon les données ALIMETER

Le marché des services numériques a été impacté par la crise économique liée à la Covid-19 avec, en France par exemple, une suspension ou une annulation de près de 36% des projets signés en début d'année 2020 à la suite du premier confinement de mars 2020. Cela s'est notamment traduit par une révision à la baisse des perspectives de croissance du marché national à -6% contre +2,9% attendu initialement.

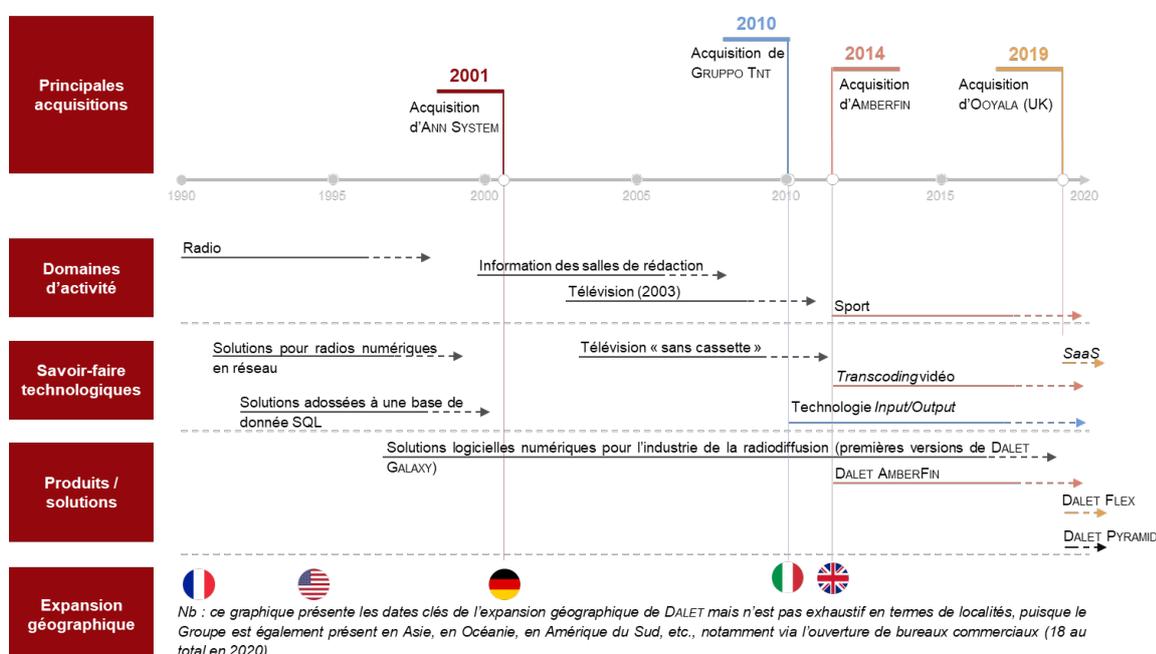
5. Présentation de la société DALET

5.1 Rappel de l'historique

Fondée en 1990, DALET dispose de 30 années d'expérience dans l'industrie des médias. Initialement centrée sur le marché des solutions à destination de l'industrie de la radiodiffusion, dont elle est l'un des pionniers, la Société a progressivement développé des solutions destinées au monde de la télévision, qui représente aujourd'hui son cœur de métier. La Société a par ailleurs réalisé quelques opérations de croissance externe ciblées afin de renforcer sa présence géographique et de compléter son portefeuille de solutions technologiques.

Les étapes clés de ce développement peuvent se résumer comme suit :

DALET en quelques dates clés (chronologie non exhaustive)



Sources : Site institutionnel de DALET SA, Analyses FINEXSI

Au début des années 1990, DALET réalise d'importants investissements en matière de R&D et développe un savoir-faire technologique innovant lui permettant de devenir rapidement un des leaders sur le marché des solutions de radio numérique en réseau, avec des clients tels que DEUTSCHE WELLE et RADIO-CANADA. Le Groupe est notamment le premier acteur au monde à déployer ses services de radiodiffusion, adossés à une base de données, permettant ainsi à ses clients de traiter un important volume d'informations (notamment via les bases de données fonctionnant sous le langage SQL).

Dans la seconde partie des années 1990, le Groupe poursuit le développement de sa base clients à l'international, notamment en Amérique du Nord en fournissant des solutions à des acteurs clés de la radio tels que VOICE OF AMERICA et XM SATELLITE RADIO. Dans le même temps, DALET élargit sa gamme de solutions, pour répondre aux besoins croissants des salles de rédaction et du marché des nouveaux médias (notamment les médias adossés à la webdiffusion), grâce à des contrats de publication web, de radio numérique et de webdiffusion.

A partir de 2003, DALET étend son offre aux professionnels de la télédiffusion et devient rapidement un acteur de premier plan pour les logiciels professionnels à destination des chaînes de télévision. En effet, le Groupe propose des solutions intégrées qui permettent d'accompagner les utilisateurs depuis la production du contenu, en passant par les phases de gestion, d'acquisition et de diffusion vidéo.

Au début des années 2010, le groupe renforce sa présence géographique (en Europe notamment) et complète son savoir-faire technologique, via les acquisitions de GRUPPO TNT (Italie) et de sa technologie I/O¹⁰ innovante (2010) puis d'AMBERFIN (2014), une société britannique spécialisée dans les manipulations et transformations avancées des contenus médias.

Par la suite, en réponse à la complexité croissante de la *supply chain* média, DALET a fait évoluer son offre vers une solution d'orchestration des opérations de contenus, dotée d'un moteur de *workflow*¹¹ de pointe et d'un module de *business intelligence*¹², ainsi que vers des solutions d'intelligence artificielle permettant aux logiciels l'apprentissage d'automatismes en lien avec l'utilisation qui en est faite par les utilisateurs, et ce afin d'optimiser leurs flux de production et le contenu qui en résulte.

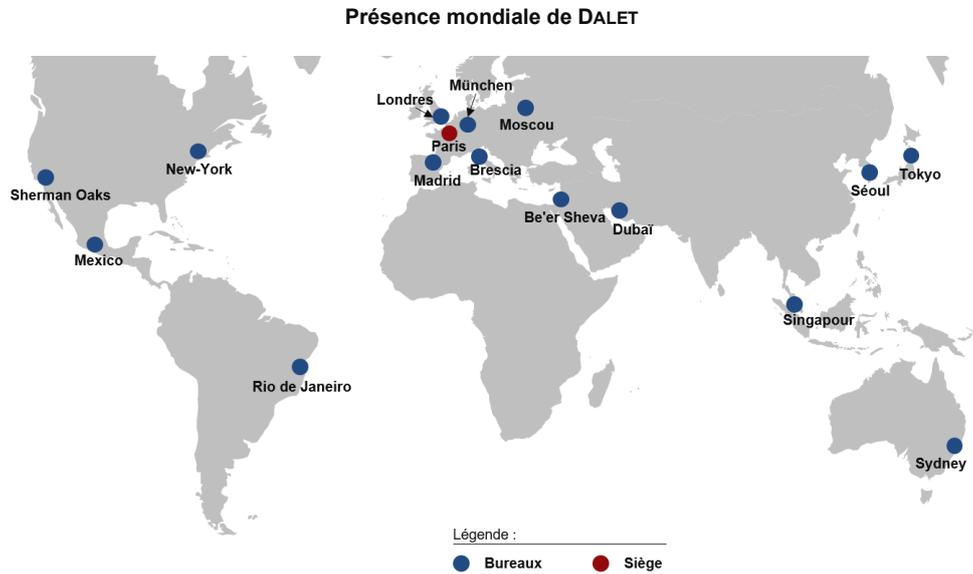
Ces dernières années, à l'instar d'une grande majorité des acteurs de l'édition de logiciels, le Groupe doit faire face à des enjeux technologiques nécessitant des investissements significatifs pour assurer la transition vers un modèle SaaS. L'acquisition en juillet 2019 de l'activité « FLEX MEDIA PLATFORM » d'OYOYALA et de sa plateforme fonctionnant via le Cloud, s'inscrit dans ce cadre avec pour finalité d'apporter de la flexibilité aux utilisateurs via des solutions natives Cloud.

¹⁰ La technologie « Input/output » : désigne l'acquisition et la diffusion de vidéo de qualité « broadcast »

¹¹ Désigne le processus de travail au sens large, considéré de manière séquencée et ordonnée

¹² Désigne « l'informatique à l'usage des décideurs et des dirigeants d'entreprises »

En 2020, DALET fournit ses services à près 80.000 utilisateurs¹³, emploie près de 450 personnes et dispose de 18 bureaux :



Source : Site institutionnel de DALET SA

¹³ Source : site institutionnel de DALET SA, novembre 2020

5.2 Présentation des activités du Groupe et de son Business model

5.2.1 L'offre de services DALET

DALET est un éditeur de solutions logicielles ainsi qu'un fournisseur de prestations de services destinées, notamment, aux professionnels des médias, créateurs de contenus audio et vidéo, diffuseurs et opérateurs télécoms, dont l'offre de services peut se résumer comme suit :

Les trois segments d'activité du Groupe DALET¹⁴

Editions de logiciels	Prestations de services informatiques	Revente de matériels
<p>L'offre de DALET repose sur un ensemble de quatre produits phares que sont :</p> <ul style="list-style-type: none"> • DALET FLEX (MEDIA et autres) : plateforme d'orchestration du processus de travail, en accès SaaS*, qui s'adresse notamment aux équipes à distance, visant à la facilitation du travail collaboratif ; • DALET GALAXY FIVE (MEDIA, NEWS) : plateforme de centralisation de la production d'information visant à unifier la chaîne de création de contenu en gérant tous les aspects de cette chaîne, jusqu'à la diffusion du contenu ; • DALET PYRAMID (NEWS) : plateforme d'orchestration du processus de travail en accès SaaS qui s'adresse aux journalistes, reporters, salles de rédactions, visant à l'optimisation et à la facilitation du travail collaboratif ; • DALET AMBER FIN : plateforme de traitement des données images/vidéos, du son et des sous-titres, en accès SaaS, qui répond au problème de transcodage, sans nuire à l'efficacité des équipes de production. 	<p>Ensemble des prestations de services liées à la gestion des projets clients (phases d'analyse, de conduite de projet, configuration et installation, formation, ...) :</p> <ul style="list-style-type: none"> • Service support : le Groupe met à disposition de ses clients des équipes de support technique régionales, disponibles 24h sur 24, 7 jours sur 7, ainsi que des équipes de support R&D ; • Consulting : conseil IT, Data Strategy et audit des opérations ; • Design : service d'organisation de workflow, définition d'architecture système et de développement applicatif ; • Intégration : Project management, intégration de logiciels, test de configuration et data migration ; • Training : cours, certifications, coaching, management du changement et e-Learning. 	<p>Revente de matériel informatique et licences tiers, vendus en complément des interventions de prestations informatiques.</p>
<p>Ces quatre produits peuvent être enrichis de nombreux outils additionnels et complémentaires développés par DALET, dont notamment (liste non exhaustive) :</p> <ul style="list-style-type: none"> • DALET GALAXY XCLOUD : solution permettant un accès à distance (via le Cloud) à toutes les fonctionnalités de la plateforme GALAXY • DALET ONEPLAY : outil de gestion automatisée des équipements de studio de production/d'enregistrement. 	<p>28% du chiffre d'affaires consolidé 2019 du Groupe ;</p> <p>Le chiffre d'affaires reconnu à l'avancement des travaux sur la base des coûts engagés et des coûts restant à venir.</p>	<p>11% du CA consolidé ;</p> <p>Le chiffre d'affaires est constaté à la livraison.</p>
<p>61% du chiffre d'affaires consolidé 2019 du Groupe ;</p> <ul style="list-style-type: none"> • Ventes de logiciels seules : chiffre d'affaires constaté lors de la remise de la clé d'activation de la licence (si couplées à des prestations de services, cf. ci-contre) ; • Support et maintenance : chiffre d'affaires constaté <i>pro rata temporis</i> sur la durée du contrat. 	<p>Exemples d'interventions</p> <ul style="list-style-type: none"> • En octobre 2020, FRANCE TÉLÉVISIONS a souscrit à l'offre DALET GALAXY XCLOUD afin de faciliter la production de contenus d'actualités à distance. Après déploiement, la solution permettra à près de 300 journalistes de travailler collaborativement à distance. • En février 2020, la ligue australienne de rugby (NRL) a souscrit à la solution DALET FLEX, afin d'optimiser sa stratégie OTT** en proposant des services de VOD***, « go-live » et de nouvelles applications, représentant pour ce client de nouvelles sources de revenus en monétisant du contenu dont elle détient les droits. 	<ul style="list-style-type: none"> • Après 25 ans de partenariat avec DALET sur son activité radio, le média public slovaque RTV SLOVENIA a étendu son partenariat pour migrer l'ensemble de son activité « TV News » sur la plateforme GALAXY FIVE. • Depuis 2010, le groupe média italien MEDIASET travaille avec DALET sur une approche de production agile, fluide et collaborative. Grâce à DALET GALAXY, le groupe a pu lancer une chaîne de télévision en continu et unifier la production de contenu pour ses 3 chaînes TV et son site internet.

* : Software as a Service / ** : Over-the-top par opposition à la TV linéaire, dépendante d'un intermédiaire, l'OTT regroupe les médias dont le contenu est proposé au moyen d'une connexion Internet comme NETFLIX / *** : Video On demand mise à disposition de vidéos diverses ; le stockage de ces dernières se fait sur serveur et il suffit de les commander pour les visionner.

Sources : Site institutionnel DALET, Analyses FINEXSI

Il convient de noter que les prestations de services ainsi que la revente de matériel sont le plus souvent adossées à l'activité de vente de logiciels, dans des projets dits « complexes ».

Par ailleurs, les activités d'éditions de logiciels regroupent à la fois :

- Les licences, qui correspondent à la vente d'accès perpétuel, moyennant le paiement d'un prix forfaitaire unique et définitif ;
- Les abonnements, qui correspondent à la vente d'accès limité dans le temps aux solutions Dalet. L'acquisition de l'activité « Flex Media Platform » d'Ooyala en juillet 2019 s'inscrit dans cette volonté du Groupe d'accélérer sa transition vers des modèles de revenus récurrents via la commercialisation de ses produits sous forme d'abonnements ;
- La maintenance / support informatique, qui regroupe les prestations de hot line et les engagements de dépannage et de correction de « bugs » qui sont souscrits par les clients du Groupe.

5.2.2 Les principaux clients de DALET

La clientèle historique de DALET est composée des grands groupes de producteurs / diffuseurs d'actualité et de contenus médias, les détenteurs et distributeurs de contenus (MEDIA) et des professionnels de l'information (radio et télévision – NEWS). Le Groupe, en 30 ans, s'est progressivement diversifié vers les équipes et fédérations sportives ainsi que vers des organisations gouvernementales et des institutions.

La répartition des clients du Groupe par domaine d'activité est présentée ci-dessous :

Les principaux clients de DALET par domaine d'activité



Sources : Site institutionnel DALET, Analyses FINEXSI

5.2.3 Les modes de commercialisation des solutions DALET

DALET distribue ses solutions (licences) par le biais des trois canaux principaux suivants :

- Un réseau d'agents commerciaux : ils ont un rôle de facilitateurs en introduisant, en avant-vente, le Groupe auprès des principaux acteurs médias. Une fois un projet conclu, DALET leur verse une commission et assure la réalisation et le suivi du projet ;
- Un réseau de distributeurs : souvent partenaires de longue date du Groupe, les distributeurs sont familiers du Groupe, et peuvent gérer la vente, le déploiement et les services de support de ses solutions ;
- Des intégrateurs¹⁵ qui sont des clients du Groupe, et qui proposent à leurs clients le matériel, sa mise en place et parfois l'opération de la solution. Ce sont des partenaires privilégiés du Groupe. Ils sont généralistes (IBM, HP, FUJITSU, TELEFONICA, etc.), ou spécialisés dans la diffusion de contenu (ERICSSON, SONY, VIDELIO, etc.).

5.3 Présentation synthétique des données financières historiques de DALET

Nous présentons ci-après les comptes consolidés des exercices 2017, 2018 et 2019, ainsi que les comptes consolidés semestriels au 30 juin 2019 et 30 juin 2020¹⁶. A la date du présent rapport, les comptes consolidés au 31 décembre 2020 sont en cours d'établissement et ne sont donc pas disponibles. Il nous a toutefois été communiqué un atterrissage (non audité) portant sur le chiffre d'affaires, le résultat d'exploitation et l'endettement net du Groupe à cette date.

Il est précisé que les exercices 2017 et 2018 sont difficilement comparables à l'exercice 2019, et dans la mesure où :

- L'impact de la norme IFRS 16 a été appliqué par le Groupe à partir du 1^{er} janvier 2019, et que les exercices 2017 et 2018 n'ont pas été retraités de l'impact de cette norme ;
- L'acquisition de l'activité « FLEX MEDIA PLATFORM » d'OYALA a été effectuée en juillet 2019 impliquant une variation significative du périmètre de consolidation.

¹⁵ Acteurs spécialisés dans la mise en place de solutions dans les systèmes d'information de leurs clients

¹⁶ Les comptes consolidés des exercices 2017, 2018 et 2019 ont été certifiés sans réserve par les commissaires aux comptes (les cabinets DELOITTE & ASSOCIES et S & W ASSOCIES). Les comptes consolidés semestriels au 30 juin 2019 et au 30 juin 2020 ont fait l'objet d'un examen limité par les commissaires aux comptes, qui n'ont pas relevé d'anomalie significative de nature à remettre en cause la conformité de ces comptes

5.3.1 Présentation du compte de résultat

Le chiffre d'affaires et la marge brute sont les principaux indicateurs d'activité du Groupe repris dans sa communication financière.

Compte de résultat consolidé de DALET sur la période 2017-2020

en K€	12 mois			6 mois		TCAM 17-19
	2017	2018	2019 ⁽¹⁾	S1 2019	S1 2020	
Chiffre d'affaires	51 052	55 617	58 548	24 613	25 919	7,1 %
Coûts des ventes	(22 307)	(24 304)	(25 018)	(10 884)	(12 267)	5,9 %
Marge brute	28 744	31 313	33 529	13 728	13 652	8,0 %
Frais de recherche et de développement	(11 968)	(13 264)	(15 682)	(6 895)	(9 016)	14,5 %
Frais de marketing et vente	(9 361)	(9 937)	(11 625)	(5 427)	(5 471)	11,4 %
Frais généraux et administratifs	(5 032)	(5 431)	(5 976)	(2 909)	(2 868)	9,0 %
Résultat Opérationnel Courant	2 383	2 681	247	(1 502)	(3 703)	(67,8)%
Autres produits et charges opérationnels	(524)	16	(992)	NC	NC	37,6 %
Résultat Opérationnel	1 859	2 697	(745)	(1 502)	(3 703)	N/A
Charges et produits financiers	(377)	239	(461)	(201)	79	10,5 %
Resultat courant avant impôts	1 483	2 935	(1 206)	(1 704)	(3 625)	N/A
Impôt sur le résultat	(755)	(547)	(927)	(229)	(134)	10,8 %
Resultat net	728	2 388	(2 133)	(1 932)	(3 759)	N/A
- Part du groupe :	727	2 387	(2 134)	(1 932)	(3 760)	N/A
- Part des minoritaires	1	1	1	-	1	0 %

⁽¹⁾ 2019, premier exercice d'application de la norme IFRS 16, 2017 et 2018 sont présentés hors impact de cette norme

En K€	2017	2018	2019 ⁽¹⁾	S1 2019	S1 2020	TCAM
Résultat Opérationnel Courant	2 383	2 681	247	(1 502)	(3 703)	(67,8)%
Réintégration des Dotations aux amortissements	(3 928)	(4 465)	(6 159)	(2 789)	(3 230)	25,2 %
EBITDA	6 311	7 146	6 406	1 287	(473)	0,8 %

KPIs (en % de CA, sauf indication contraire)						
- Croissance du CA (en % de N-1)	N/A	8,9 %	5,3 %	N/A	5,3 %	
- Taux de marge brute	56,3 %	56,3 %	57,3 %	55,8 %	52,7 %	
- Frais de R&D	(23,4)%	(23,8)%	(26,8)%	(28,0)%	(34,8)%	
- Frais de marketing et de vente	(18,3)%	(17,9)%	(19,9)%	(22,0)%	(21,1)%	
- Frais généraux et administratifs	(9,9)%	(9,8)%	(10,2)%	(11,8)%	(11,1)%	
- Taux de résultat opérationnel courant	4,7 %	4,8 %	0,4 %	(6,1)%	(14,3)%	
- Taux d'EBITDA	12,4 %	12,8 %	10,9 %	5,2 %	(1,8)%	

Sources : Document de référence 2017, Rapports annuels 2018 et 2019, Analyses FINEXSI

5.3.1.1 Chiffre d'affaires

5.3.1.1.1 Ventilation du chiffre d'affaires par segment d'activité

L'édition de logiciels et les prestations de services sont les segments qui contribuent le plus à l'activité du groupe (représentant respectivement 61% et 28% du chiffre d'affaires en 2019).

Ventilation par segment d'activité du chiffre d'affaires consolidé de DALET sur la période 2017-2020

en K€	12 mois			TCAM 17-19	6 mois	
	2017	2018	2019		S1 2019	S1 2020
Licences	13 519	15 678	14 675	4,2 %	5 853	5 253
Maintenance/Support	17 227	18 037	20 618	9,4 %	9 753	10 998
Abonnements	-	-	525	N/A	-	1 070
Edition de logiciels	30 746	33 714	35 820	7,9 %	15 606	17 320
Services	12 225	13 480	16 211	15,2 %	6 898	6 187
Matériels	8 081	8 422	6 517	(10,2)%	2 109	2 412
Total	51 052	55 617	58 548	7,1 %	24 613	25 919
KPIs (Croissance du CA, en % de N-1)						
- Licences	N/A	16,0 %	(6,4)%		N/A	(10,3)%
- Maintenance/Support	N/A	4,7 %	14,3 %		N/A	12,8 %
- Abonnements	N/A	N/A	N/A		N/A	N/A
- Edition de logiciels	N/A	9,7 %	6,2 %		N/A	11,0 %
- Services	N/A	10,3 %	20,3 %		N/A	(10,3)%
- Matériels	N/A	4,2 %	(22,6)%		N/A	14,4 %
Total	N/A	8,9 %	5,3 %		N/A	5,3 %

Sources : Document de référence 2017, Rapports annuels 2018 et 2019

De 2017 à 2019, les revenus du Groupe ont augmenté en moyenne de 7,1% chaque année, notamment portés par :

- La vente de licences (+4,2% de croissance annuelle moyenne sur la période) : bien qu'en repli de -6% en 2019 par rapport à l'exercice 2018, le segment reste dynamique avec un carnet de commandes satisfaisant à la date du présent rapport, même si celui-ci apparaît inférieur aux attentes du management en raison de la crise sanitaire qui a affecté la majeure partie de l'exercice en cours ;
- Les services de maintenance (+9,4% de croissance annuelle moyenne sur la période) dont une partie du revenu généré est récurrente ;
- Les services professionnels (+15,2% de croissance annuelle moyenne sur la période), en lien avec la mise en œuvre de projets significatifs. Ces services d'intégration sont majoritairement adossés à la commercialisation des solutions logiciels (licences).

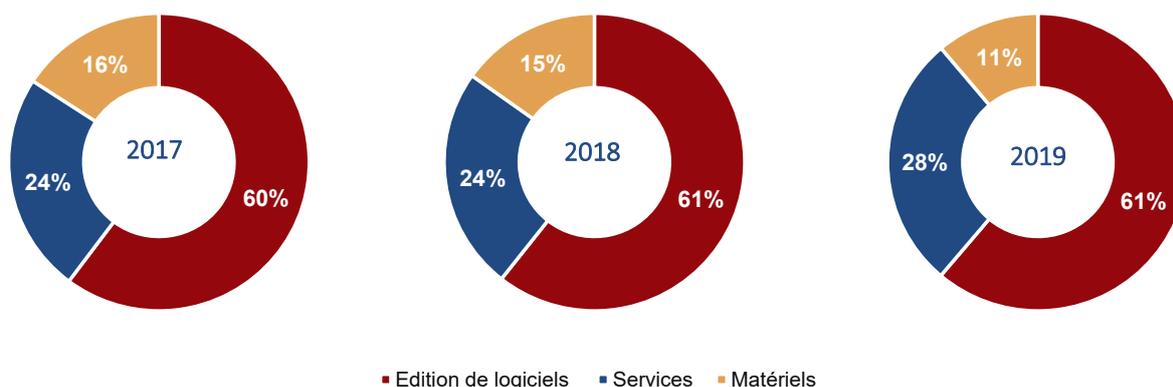
Seul le segment vente de matériels et de logiciels tiers apparaît en baisse de -10,2% en moyenne sur la période. Il s'agit d'une activité jugée non stratégique par le management dans la mesure où elle est volatile et faiblement rémunératrice. Son repli répond donc aussi à la stratégie du Groupe qui vise à réduire la composante « matériels » dans ses projets.

Enfin, il convient de noter que la croissance du chiffre d'affaires est également soutenue par les acquisitions du Groupe, et notamment l'acquisition de l'activité « FLEX MEDIA PLATFORM » d'OYOYALA en 2019, avec un impact sur le chiffre d'affaires consolidé de l'exercice 2019 de +1,9 M€¹⁷.

¹⁷ L'activité « FLEX MEDIA PLATFORM » d'OYOYALA a été acquise en juillet 2019. L'impact sur le chiffre d'affaires consolidé du Groupe en 2019 correspond donc à seulement 6 mois d'activité

Le poids de chaque segment dans le chiffre d'affaires de DALET est globalement stable sur la période historique 2017-2019 : l'édition de logiciels et les prestations de services sont les segments qui contribuent le plus à l'activité du Groupe (représentant respectivement 61% et 28% du chiffre d'affaires en 2019).

Ventilation par segment d'activité du chiffre d'affaires de DALET sur la période 2017-2019



Source : Document de référence 2017, Rapports annuels 2018 et 2019

5.3.1.1.2 Saisonnalité de l'activité

Le chiffre d'affaires de DALET présente une saisonnalité marquée, avec un niveau d'activité historiquement inférieur au cours du premier semestre par rapport au second semestre. Le pic d'activité intervient au quatrième trimestre, qui représente jusqu'à près d'un tiers du chiffre d'affaires annuel sur la période 2017-2019.

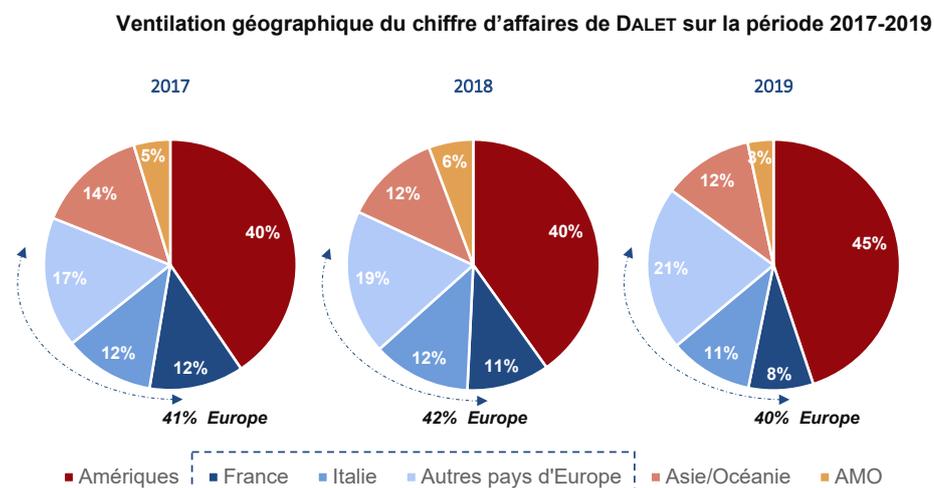
Saisonnalité du chiffre d'affaires consolidé de DALET sur la période 2017-2020

En M€	2017	2018	2019	S1 2020 6 mois	TCAM 17-19
T1	10,9	11,5	11,7	11,8	3,6 %
T2	11,8	13,7	12,9	14,1	4,6 %
Sous-total S1	22,7	25,2	24,6	25,9	4,1 %
T3	13,1	13,2	15,4	NC	8,4 %
T4	15,3	17,2	18,5	NA	10,0 %
Sous-total S2	28,4	30,4	33,9	NA	9,3 %
Chiffre d'affaires annuel	51,1	55,6	58,5	NA	7,1 %
KPIs (en % de CA, sauf indication contraire)					
- Poids du S1 dans le chiffre d'affaires annuel	44 %	45 %	42 %	NA	
- Poids du S2 dans le chiffre d'affaires annuel	56 %	55 %	58 %	NA	
- Dont poids du T4	30 %	31 %	32 %	NA	

Sources : Rapports d'activité trimestriels 2017 à 2020, Analyses FINEXSI

5.3.1.1.3 Ventilation du chiffre d'affaires par zone géographique

La ventilation du chiffre d'affaires de DALET par zone géographique sur la période 2017-2019 est la suivante :



Source : Document de référence 2017, Rapports annuels 2018 et 2019

Le chiffre d'affaires du Groupe est historiquement réalisé en Europe et aux Amériques¹⁸. Ces deux zones géographiques représentent plus de 80% du chiffre d'affaires depuis 2017. Le marché américain, principalement porté par les Etats-Unis, est le plus dynamique, et a progressé de 5 points depuis 2017 en raison notamment, d'une adoption plus précoce qu'en Europe des technologies liées au *Media Asset Management*¹⁹.

L'Asie et l'Afrique / Moyen-Orient contribuent pour leur part de manière relativement stable au chiffre d'affaires depuis 2017, soit entre 15% et 19% du chiffre d'affaires consolidé.

5.3.1.2 Marge brute

Le taux de marge brute est resté stable en 2017 et 2018, à 56,3% du chiffre d'affaires. Il a augmenté de 1 point en 2019, notamment du fait d'un effet mix, en lien avec la baisse de l'activité vente de matériels (marges plus faibles que les activités de services / éditions de logiciels).

¹⁸ Etats-Unis, Mexique et Brésil

¹⁹ Gestion de contenu média ; cf. § 4.1.1

5.3.1.3 Résultat opérationnel courant

Le taux de marge opérationnelle courante s'est dégradé en 2019 de -4,4 points pour s'établir à 0,4%, notamment du fait :

- D'un accroissement des charges de recherche et de développement (R&D) à la suite de l'acquisition de l'activité « FLEX MEDIA PLATFORM » d'OYALA en juillet 2019. Le management a estimé que les dépenses de R&D engagées par cette société ne répondaient pas aux critères d'activation fixés par le Groupe, et les a comptabilisées en intégralité en charge d'exploitation (soit 1.570 K€) ;
- D'un accroissement des frais de marketing et de ventes à hauteur de +2 points de chiffre d'affaires, porté par une augmentation des charges de personnel et des frais de salon. Ces dépenses sont à mettre en regard avec les efforts commerciaux engagés pour accroître la valorisation des services professionnels auprès des clients.

5.3.1.4 Résultat net

En 2019 le résultat net affiche une perte de -2.133 K€ contre un bénéfice net de 2.388 K€ en 2018. Cette diminution s'explique principalement par l'acquisition de l'activité « FLEX MEDIA PLATFORM » d'OYALA et son intégration dans le périmètre de consolidation²⁰.

5.3.1.5 Atterrissage 2020 et impact de la crise sanitaire liée à l'épidémie de Covid-19

A la date du présent rapport, les comptes consolidés au 31 décembre 2020 ne sont pas disponibles.

Le Groupe a toutefois publié, le 25 janvier 2021, son chiffre d'affaires (non audité) au titre de l'exercice 2020, qui s'est élevé à 56,1 M€, en retrait de -4% par rapport à l'exercice 2019. Ce recul limité reflète la résilience de l'activité hors matériels, en repli de -1% malgré les effets de la crise sanitaire et une activité de vente de matériels, non stratégique, en baisse sur 2020.

Cette baisse du chiffre d'affaires est à mettre en regard de l'incidence de la crise liée à la pandémie de la Covid-19. En Europe et aux Etats-Unis, les deux principaux marchés du Groupe, certains clients ont freiné ou reporté leurs investissements et certaines opérations sur les sites clients n'ont pas pu être menées compte tenu des restrictions de déplacement qui ont été imposées, en Europe notamment, au cours de l'année 2020. La part importante de revenus récurrents (contrats de support, solutions FLEX MEDIA en mode abonnement) a cependant permis au Groupe d'atténuer les effets de la crise, même si le niveau d'activité de l'exercice 2020 apparaît inférieur aux prévisions initiales du management.

La Société a mis en œuvre, dès le début de la crise sanitaire, les mesures d'économie appropriées, lui permettant ainsi de maîtriser l'évolution de ses frais marketing et ventes ainsi que des frais généraux et administratifs. Dans ce contexte, DALET anticipe, pour l'exercice 2020, un résultat opérationnel courant proche de l'équilibre.

²⁰ L'impact de l'acquisition de l'activité « FLEX MEDIA PLATFORM » d'OYALA sur le Résultat net consolidé n'est pas précisément chiffrable via l'information publique. Pour information, l'entité DALET OYALA UK Ltd., une des bénéficiaires de l'acquisition (conjointement avec DALET SA (France) et DALET DIGITAL MEDIA SYSTEMS USA INC.) a affiché des pertes nettes de -3.027 K€ dans ses comptes statutaires au 31/12/2019

5.3.2 Présentation du bilan

Bilan consolidé de DALET sur la période déc.-17-juin.-20

en K€	Déc.-17	Déc.-18	Déc.-19 *	Juin.-20 *
Goodwill	5 476	5 447	8 726	8 531
Immobilisations incorporelles	5 034	5 076	7 116	6 605
Droits d'utilisation relatifs aux contrats de location	-	-	3 557	2 899
Immobilisations corporelles	1 286	1 176	1 027	927
Actifs financiers à long terme	349	390	582	561
Disponibilités bloquées à long terme	417	81	81	85
Autres actifs non courants	2 343	2 053	1 939	2 140
Impôts différés actifs	58	179	270	237
Actif Non Courant	14 963	14 401	23 296	21 984
Stocks	353	277	128	197
Clients	17 823	19 746	19 454	14 999
Autres débiteurs	1 288	2 890	5 177	3 566
Trésorerie et équivalent trésorerie	6 528	6 407	9 118	10 699
Actifs d'impôt exigible	412	1 119	1 357	1 545
Actif Courant	26 404	30 439	35 235	31 005
Total Actif	41 366	44 840	58 531	52 989
Capital	7 189	7 189	7 564	7 959
Primes	9 682	9 682	11 383	10 993
Réserves consolidées	(3 904)	(3 146)	(759)	(3 673)
Résultat net part du groupe	727	2 387	(2 134)	(3 760)
Réserves de conversion	1 495	1 480	2 238	2 306
Capitaux propres part du Groupe	15 189	17 591	18 293	13 825
Intérêts minoritaires	9	10	11	12
Capitaux propres	15 198	17 602	18 304	13 837
Dettes financières à long terme	2 550	2 747	5 074	6 265
Dettes de location à long terme	-	-	2 369	1 918
Provisions à long terme	733	683	1 015	1 153
Impôt différés passifs	548	486	918	812
Produits constatés d'avance non courants	-	329	296	334
Autres passifs non courants	811	719	803	904
Passif Non Courant	4 641	4 965	10 475	11 386
Provisions à court terme	609	9	194	164
Dettes financières à court terme	1 789	1 618	1 880	1 595
Dettes de location à long terme	-	-	1 410	1 098
Dettes d'impôt exigible	101	144	561	533
Fournisseurs	3 077	3 882	4 723	4 017
Dettes fiscales et sociales	4 583	4 572	5 470	5 220
Produits constatés d'avance courants	-	11 158	14 162	14 314
Autres créditeurs	11 369	891	1 351	826
Passif Courant	21 527	22 273	29 752	27 767
Total Actif	41 366	44 840	58 531	52 989

* : périmètre d'application de la norme IFRS 16

Source : Document de référence 2017, Rapports annuels 2018 et 2019, Rapport semestriel 2020

Le goodwill figurant au bilan du Groupe au 31 décembre 2019 correspond, d'une part, aux sociétés DALET ITALIA (ex GRUPPO TNT) et AMBERFIN acquises respectivement en 2010 et 2014, et d'autre part, à l'activité « FLEX MEDIA PLATFORM » OOOYALA acquise le 15 juillet 2019²¹.

Les immobilisations incorporelles sont stables entre décembre 2017 et décembre 2018. Leur augmentation au 31 décembre 2019 s'explique par la comptabilisation de « Relations avec la clientèle » dans le cadre de l'allocation du prix d'acquisition de l'activité « FLEX MEDIA PLATFORM » d'OOYALA.

Présentation du bilan consolidé en vision économique

L'évolution des principaux agrégats de la situation financière de DALET depuis 2017 peut se résumer comme suit :

Bilan consolidé de DALET en vision économique sur la période déc.-17-juin.-20

Bilan consolidé, en vision économique

en K€	Déc.-17	Déc.-18	Déc.-19 *	Juin.-20 *
Actifs immobilisés	12 562	12 170	21 089	19 608
Autres actifs / (passifs) non courants	1 042	1 027	488	661
BFR Global (BFR lié à l'activité + BFR hors exploitation)	746	3 056	(447)	(4 937)
Capitaux propres	(15 198)	(17 602)	(18 304)	(13 837)
Provisions	(1 342)	(692)	(1 209)	(1 317)
Dette financière nette post-IFRS 16 / (trésorerie)	2 189	2 042	(1 615)	(177)

Sources : Document de référence 2017, Rapports annuels 2018 et 2019, Rapport semestriel 2020, Analyses FINEXSI

Plus particulièrement le BFR est composé des éléments suivants :

BFR consolidé de DALET sur la période déc.-17-juin.-20

en K€	Déc.-17	Déc.-18	Déc.-19	Juin.-20
Stocks (nets de dépréciations)	353	277	128	197
Créances clients (nettes des dépréciations)	17 823	19 746	19 454	14 999
Autres débiteurs	1 700	4 009	6 534	5 111
Dettes fournisseurs	(3 077)	(3 882)	(4 723)	(4 017)
Dettes fiscales et sociales	(4 583)	(4 572)	(5 470)	(5 220)
Produits constatés d'avance	(10 474)	(11 158)	(14 162)	(14 314)
Autres créditeurs	(996)	(1 364)	(2 208)	(1 693)
BFR Global (BFR lié à l'activité + BFR hors exploitation) *	746	3 056	(447)	(4 937)
* montant négatif : ressource de financement ; montant positif, besoin de financement				
- Variation du BFR Global	NA	2 310	(3 503)	(4 490)
- Créances clients en jours de chiffre d'affaires (calculées par apurement)	107	107	96	97
- Produits constatés d'avance en % du chiffre d'affaires N+1 (budget 20 en déc.-19)	19 %	19 %	25 %	NA

Sources : Document de référence 2017, Rapports annuels 2018 et 2019, Rapport semestriel 2020, Analyses FINEXSI

²¹ Le goodwill relatif à l'acquisition de l'activité « FLEX MEDIA PLATFORM » d'OOYALA s'élève à 3.132 K€ au 31 décembre 2019 (Rapport annuel du Groupe 2019)

Le BFR de DALET est positif en décembre 2017 et 2018 et s'améliore en décembre 2019 (le BFR devient négatif à -447 K€, représentant une ressource de financement court terme), en lien avec :

- L'augmentation des produits constatés d'avance (PCA), notamment du fait de l'accroissement des ventes de services / support (+14% entre 2018 et 2019) ;
- Une amélioration de l'encaissement des créances clients, qui représentent 96 jours de chiffre d'affaires (chiffre d'affaires lié à la vente des licences et des services de maintenance uniquement) au 31 décembre 2019 contre 107 jours un an plus tôt. Par ailleurs, le BFR reste stable entre décembre 2019 et juin 2020.

Compte tenu du niveau élevé de trésorerie et d'équivalents de trésorerie, la dette financière nette avant IFRS 16 fait ressortir un excédent de trésorerie tant en décembre 2019 (+2.164 K€) qu'en juin 2020 (+2.839 K€). Après prise en compte de la dette liée aux contrats de location, la dette financière nette post-IFRS 16 s'élève à -177 K€ au 30 juin 2020. Il est précisé que la norme IFRS 16 vise à constater à l'actif les droits d'utilisation relatifs aux contrats de location, et à reconnaître en contrepartie une dette locative correspondant à la valeur actualisée des loyers restant à payer sur la durée du contrat.

Dette financière nette consolidée de DALET sur la période déc.-19-déc.-20

en K€	Déc.-19	Juin.-20	Att. décembre 2020 (non audité)	Var. déc. 20 / juin.-20
Concours bancaires	(519)	(479)	(85)	394
Emprunts bancaires	(6 435)	(7 381)	(10 480)	(3 099)
Emprunts et dette financières	(6 954)	(7 860)	(10 565)	(2 705)
Trésorerie et équivalent trésorerie	9 118	10 699	14 062	3 363
(Dette) / Trésorerie financière nette, avant IFRS 16	2 164	2 839	3 497	658
Dette relative aux contrats de location telle que reconnue par IFRS 16	(3 779)	(3 016)	(2 400)	616
(Dette) / Trésorerie financière nette, post-IFRS 16	(1 615)	(177)	1 097	1 274

Sources : Rapports annuel 2019, rapport semestriel 2020, atterrissage décembre 2020 et Analyses FINEXSI

Dans le contexte de la crise sanitaire actuelle, le Groupe a sollicité et obtenu les mesures suivantes afin de préserver sa trésorerie :

- Obtention d'un « Paycheck Protection Program (PPP) Loans » de 1,5 M\$, soit 1 367 K€, dont DALET a bénéficié au S1 2020 dans le cadre de ses activités aux Etats-Unis (et dont le tirage a été effectué au 30 juin 2020). Le PPP est un programme d'aide sous forme de prêt conçu par le gouvernement américain en réponse aux impacts financiers de la crise de la Covid-19 ;
- Accord des principales banques du Groupe pour le report des échéances des principaux emprunts, avec un impact positif de 287 K€ sur la trésorerie au 30 juin 2020 ;
- Accord de financement de 3,5 M€ dans le cadre du PGE, obtenu postérieurement à la clôture semestrielle (cet élément n'est donc pas pris en compte dans la situation au 30 juin 2020).

Présentation du tableau des flux de trésorerie

L'évolution des flux de trésorerie de DALET depuis 2017 est résumée ci-après :

Tableau des flux de trésorerie consolidés de DALET sur la période déc.-17-juin.-20

en K€	Déc.-17	Déc.-18	Déc.-19 *	Juin.-19 *	Juin.-20 *
Résultat net consolidé (y compris intérêts minoritaires)	728	2 388	(2 133)	(1 932)	(3 759)
Variation du BFR lié à l'activité **	(449)	(2 293)	3 473	3 547	4 608
Impôts versés	(480)	(611)	(663)	(351)	(171)
Autres flux de trésorerie générés par l'activité	5 236	4 046	7 359	2 933	3 296
Flux net de trésorerie généré par l'activité	[a] 5 035	3 530	8 036	4 197	3 974
CAPEX	(3 602)	(4 223)	(4 746)	(2 320)	(2 075)
Incidence des variations de périmètre	-	-	(2 065)	-	-
Autres flux de trésorerie générés par les opérations d'investissement	93	(27)	(85)	(1)	(272)
Flux net de trésorerie lié aux opérations d'investissement	[b] (3 509)	(4 250)	(6 896)	(2 321)	(2 347)
Encaissements liés aux nouveaux emprunts	1 020	1 400	3 875	800	1 390
Remboursements d'emprunts	(1 411)	(1 270)	(1 320)	(603)	(433)
Remboursements d'emprunts des dettes de location (IFRS 16)	-	-	(1 234)	(504)	(744)
Autres flux de trésorerie générés par les opérations de financement	(724)	76	66	(163)	(86)
Flux net de trésorerie lié aux opérations de financement	[c] (1 114)	206	1 387	(470)	127
Incidence des variations des cours des devises	(357)	71	148	65	(133)
Variation nette de la trésorerie	[a + b + c] 55	(443)	2 675	1 472	1 620

* : périmètre d'application de la norme IFRS 16

** : la variation du BFR lié à l'activité diffère du BFR en vision globale présenté au niveau du bilan économique consolidé de DALET

- Trésorerie à l'ouverture de la période (y.c. concours bancaires)	6 313	6 367	5 924	5 924	8 600
- Trésorerie à la clôture de la période (y.c. concours bancaires)	6 367	5 924	8 600	7 396	10 220

Sources : Document de référence 2017, Rapports annuels 2018 et 2019, Rapport semestriel 2020

Les principales variations des flux de trésorerie sur la période s'expliquent comme suit :

- Les flux de trésorerie liés à l'activité sont en augmentation passant de 3.530 K€ en 2018 à 8.036 K€ en 2019, principalement expliqué par une diminution du besoin en fonds de roulement de 3.473 K€ (alors qu'il était en augmentation de 2.293 K€ sur 2018) ;
- Les flux liés aux opérations d'investissement sont également en augmentation, passant de -4.250 K€ en 2018 à -6.896 K€ en 2019, du fait notamment des efforts d'investissements du Groupe dans le *cloud* et l'Intelligence Artificielle (-4.746 K€) et de l'acquisition de l'activité « FLEX MEDIA PLATFORM » d'OYALA (-2.065 K€) ;
- Pour finir, l'augmentation des flux liés aux opérations de financements en 2019 s'explique notamment par de nouveaux emprunts contractés à hauteur de 3.875 K€, partiellement compensés par le remboursement de dettes locatives de -1.234 K€ relatif à l'application de la norme IFRS 16.

5.3.3 SWOT

Les forces et faiblesses de la Société, ainsi que les menaces et opportunités auxquelles elle est confrontée sur ses marchés, sont synthétisées dans la matrice ci-dessous :

Matrice SWOT du groupe DALET



Source : Analyses FINEXSI

6. Evaluation des actions de la société DALET

Conformément aux dispositions de l'article 262-1 du Règlement Général de l'AMF, nous avons procédé à une évaluation multicritère de la société DALET exposée ci-après.

6.1 Critères d'évaluation écartés

Nos travaux nous ont conduits à écarter les méthodes et références suivantes :

6.1.1 Actif net comptable consolidé

L'actif net comptable n'est généralement pas considéré comme représentatif de la valeur intrinsèque de l'entreprise. Il n'intègre pas, en effet, les perspectives de croissance et de rentabilité positives ou négatives, ni les éventuelles plus-values sur les éléments d'actifs.

À titre d'information, l'actif net comptable consolidé (part du Groupe) de DALET au 30 juin 2020 s'établit à 13,8 M€, soit une valeur par action de 3,48€. ²²

A la date du présent rapport, les comptes consolidés au 31 décembre 2020 ne sont pas disponibles. Par conséquent, nous n'avons pas d'information sur le montant de l'actif net comptable consolidé à cette date.

6.1.2 Actif net comptable réévalué

La méthode de l'actif net comptable réévalué consiste à corriger l'actif net comptable des plus ou moins-values latentes identifiées à l'actif, au passif ou en engagements hors bilan. Cette méthode, souvent utilisée pour évaluer les sociétés de certains secteurs (holdings, foncières) est particulièrement adaptée aux entreprises dont les principaux actifs ont une valeur sur un marché et que les acquisitions et cessions de tels actifs constituent son processus d'exploitation, ce qui n'est pas le cas de DALET.

6.1.3 Actualisation des dividendes futurs

Cette méthode, qui consiste à actualiser des dividendes futurs, est dépendante de la politique de distribution décidée par la Société et présente le biais de mieux valoriser les sociétés dont les taux de distribution sont les plus élevés, sans tenir compte de l'impact à moyen terme des arbitrages entre distribution, autofinancement, et investissement.

DALET n'a versé aucun dividende sur les 6 derniers exercices, et n'a par ailleurs pas annoncé de politique en matière de distribution.

²² Sur la base d'un nombre de 3.968.715 actions (hors autocontrôle, soit 10.667 actions) en circulation au 30 juin 2020

Dans ce cadre la mise en œuvre d'une approche prospective par actualisation des dividendes futurs ne trouve pas à s'appliquer.

6.1.4 Valeur liquidative

Nous n'avons pas considéré devoir retenir cette méthode, non pertinente dans un contexte où seules des approches en continuité d'exploitation permettant de valoriser les actions de la société DALET sont à retenir.

6.2 Critères d'évaluation retenus

Nous avons retenu une approche multicritère qui comprend les références et méthodes d'évaluation suivantes, à titre principal :

- Les transactions récentes intervenues sur le capital de DALET ;
- La méthode intrinsèque de l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels (« DCF »).

A titre secondaire, nous avons mis en œuvre les méthodes suivantes :

- La référence au cours de bourse ;
- La méthode d'évaluation analogique fondée sur les multiples observés sur des sociétés cotées comparables ;
- La méthode d'évaluation analogique fondée sur les multiples observés sur des transactions comparables.

À titre indicatif, nous présenterons également :

- Les objectifs de cours de bourse des analystes.

6.2.1 Transactions récentes intervenues sur le capital de la Société (à titre principal)

Cette méthode consiste à évaluer une société par référence aux transactions significatives intervenues récemment sur son capital (à l'exclusion de l'analyse du cours de bourse qui constitue un critère d'évaluation distinct examiné par ailleurs).

Concernant DALET, nous nous référons à l'acquisition par l'Initiateur par voie de cession et d'apport, d'un bloc de 3.212.354 actions DALET représentant environ 80,7% du capital et 84,4% des droits de vote de la Société, à un prix de 13,52 euros par action, et intervenue le 3 décembre 2020.

Cette acquisition d'un bloc majoritaire constitue selon nous une référence directe, récente et représentative.

6.2.2 Actualisation des flux de trésorerie prévisionnels ou DCF²³ (à titre principal)

Cette méthode consiste à déterminer la valeur intrinsèque d'une entreprise par l'actualisation des flux de trésorerie issus de son plan d'affaires à un taux qui reflète l'exigence de rentabilité du marché vis-à-vis de l'entreprise, en tenant compte d'une valeur de sortie à l'horizon de ce plan.

Cette méthode permet de reconnaître la valeur attribuable aux perspectives de développement de la société évaluée, et nous paraît adaptée à la situation de DALET.

Les flux de trésorerie prévisionnels ont été établis sur la base du plan d'affaires transmis par la Société²⁴. Ce plan d'affaires couvrant la période 2020e-2024e, intègre les effets attendus à ce jour de la crise sanitaire liée à la Covid-19. Il n'intègre en revanche aucune opération de croissance externe.

Ce plan d'affaires a été élaboré par le management de DALET en septembre 2020. Ses principales hypothèses figurent en section 6.4.2 présentant la mise en œuvre du critère du DCF.

Les flux de trésorerie ont été actualisés au coût des fonds propres, déterminé en fonction des caractéristiques de DALET.

La valeur terminale est calculée à la fin de l'horizon explicite du plan d'affaires sur la base d'un flux de trésorerie normatif actualisé à l'infini en tenant compte d'un taux de croissance estimé à long terme de ce dernier flux.

6.2.3 Cours de bourse de la société (à titre secondaire)

Le cours de bourse est un instrument de mesure du prix des actions de la Société librement négocié sous réserve de niveaux de flottant et de liquidités suffisantes.

La Société est cotée sur le compartiment C d'EURONEXT PARIS (Code ISIN FR0011026749).

²³ Discounted Cash-Flows

²⁴ Le plan d'affaires du management dans sa version définitive n'a pas fait l'objet d'une présentation formelle au Conseil d'administration, à l'exception du budget 2020 révisé

Analyse de la liquidité de l'action DALET

Selon les informations qui ressortent du projet de note d'information, la part du capital flottant s'établit à 18,8%.

Sur la base du dernier cours de bourse avant annonce de l'Offre, soit celui du 21 octobre 2020 (l'annonce est intervenue le 22 octobre 2020), les cours moyens pondérés par les volumes (ci-après, désignés « CMPV »), les volumes échangés sur le titre et les taux de rotation qui en découlent se présentent comme suit sur une période de 24 mois :

Cours moyens pondérés par les volumes *	en €/action	Volume échangé (en K)		Capital échangé (en K)		% du capital		% du flottant	
		Moyen	Cumulé	Moyen	Cumulé	Volume échangé	Rotation du capital	Volume échangé	Rotation du flottant
Spot (21/10/2020)	9,90	0,300	0	3	3	0,01 %	0,01 %	0,04 %	0,04 %
CMPV 1 mois	9,50	0,900	20	9	188	0,02 %	0,50 %	0,12 %	2,70 %
CMPV 60 jours	9,84	0,794	48	8	469	0,02 %	1,20 %	0,11 %	6,48 %
CMPV 3 mois	9,72	1,369	90	13	878	0,03 %	2,28 %	0,19 %	12,61 %
CMPV 6 mois	9,75	1,440	187	14	1 824	0,04 %	4,72 %	0,20 %	26,21 %
CMPV 12 mois	10,55	1,046	268	11	2 825	0,03 %	6,75 %	0,15 %	37,82 %
CMPV 24 mois	11,35	1,352	691	15	7 844	0,03 %	17,43 %	0,20 %	100,17 %

Sources : CAPITAL IQ, Analyses FINEXSI

Sur les 12 mois antérieurs au 21 octobre 2020, le volume cumulé des actions DALET échangées est de 268.000 actions, soit environ 1.046 actions par jour de cotation, étant précisé que le titre ne fait pas l'objet d'échange tous les jours. Sur cette même période, la rotation du capital flottant s'est établie à 37,82%, soit un niveau relativement faible.

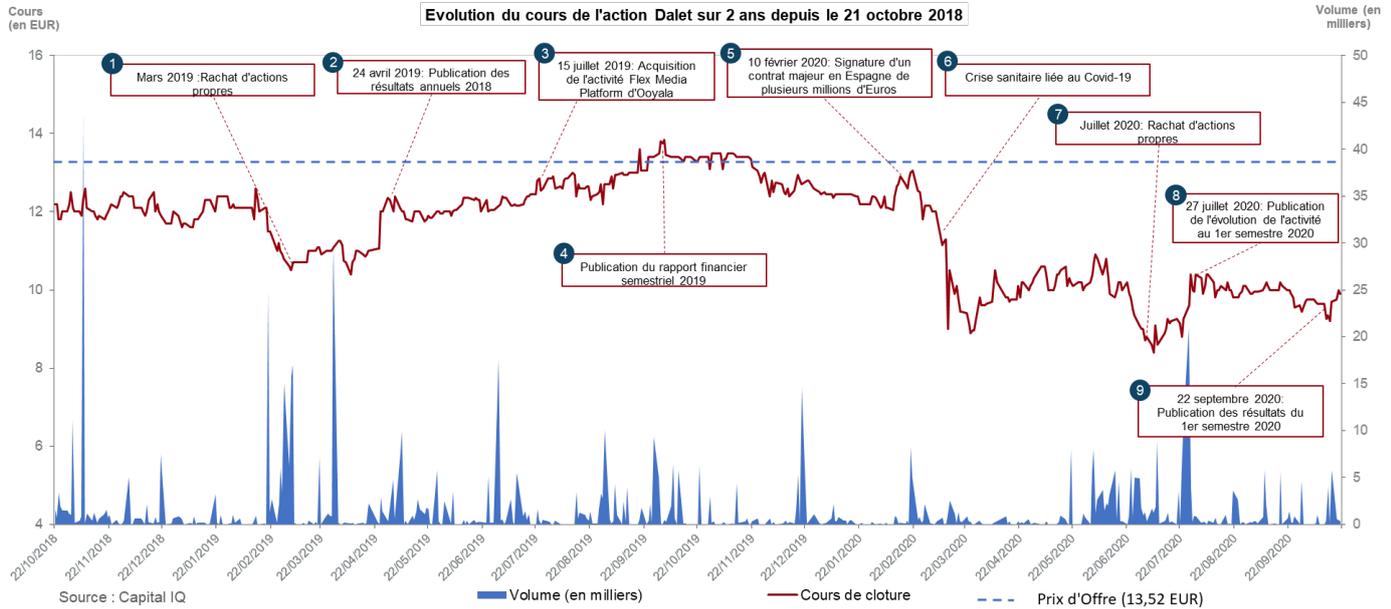
Sur 24 mois d'observation, le volume d'actions échangé passe à 691 000 actions (soit environ 1.352 actions par jour de cotation) et la rotation du capital flottant s'établit, quant à elle, à 100,17%.

Nous considérons que ces constats démontrent que le cours de bourse apparaît peu représentatif en raison d'un flottant et de volumes limités.

Nous présentons toutefois les résultats de cette référence à titre secondaire.

Evolution du cours de bourse de l'action Dalet

Le cours de bourse de DALET a évolué comme suit sur les 24 derniers mois (antérieurs au 22 octobre 2020, date d'annonce de l'Offre) :



Sources : CAPITAL IQ, Analyses FINEXSI

Sur les 24 derniers mois antérieurs au 21 octobre 2020, le cours de bourse de la société DALET a évolué entre 8,40€²⁵ et 13,85€²⁶.

À titre informatif, depuis l'annonce de l'Offre, le cours de bourse a évolué entre 12,90€ et 13,52€.

²⁵ Le 7 juillet 2020

²⁶ Le 3 octobre 2019

6.2.4 Méthode des comparables boursiers (à titre secondaire)

La méthode des comparables boursiers consiste à déterminer la valeur d'une société par application de multiples observés sur un échantillon d'autres sociétés cotées du même secteur d'activité, aux agrégats jugés pertinents.

Nous avons retenu l'EBITDA²⁷, intégrant IFRS 16, qui est l'agrégat le plus pertinent dès lors que nous nous sommes assurés que les sociétés retenues au sein de l'échantillon, de façon similaire à DALET, capitalisent leurs frais de recherche et développement. L'EBIT ne nous est en revanche pas apparu représentatif dans la mesure où les niveaux d'EBIT de la Société sont relativement faibles en raison d'amortissements importants.

Nous avons appliqué aux EBITDA 2020e, 2021e et 2022e de DALET issus du plan d'affaires du management, les multiples observés sur les mêmes périodes pour l'échantillon de comparables retenu.

Il convient de préciser que nous n'avons pas identifié de sociétés cotées pleinement comparables à DALET, en raison notamment de la phase de transition de la Société vers un modèle SaaS, de son positionnement spécifique sur le secteur des médias et de différences en termes d'évolution de chiffre d'affaires, de niveau de marge et de dépenses de R&D.

Dans ces conditions, les résultats ressortant de la mise en œuvre de ce critère sont présentés à titre secondaire uniquement.

6.2.5 Méthode des transactions comparables (à titre secondaire)

La méthode des transactions comparables repose sur l'analyse des multiples extériorisés lors d'opérations de rachats total ou partiel d'entreprises intervenues dans le secteur d'activité de l'entité évaluée. La mise en œuvre de cette approche est limitée par la difficulté à disposer d'une information complète sur les cibles et les conditions des transactions.

Pour les mêmes raisons que précédemment, nous avons considéré les multiples d'EBITDA.

Nous avons recueilli des informations publiques exploitables sur des transactions dont l'annonce est intervenue depuis 2015 et avons constitué deux échantillons distincts afin de prendre en compte l'incidence de la norme IFRS 16, sur les multiples extériorisés :

- Un premier échantillon regroupant les transactions antérieures à 2019 dont les multiples extériorisés n'intègrent pas les effets de la norme IFRS 16 ;
- Un second échantillon constitué des transactions postérieures à 2019 dont les multiples extériorisés intègrent les effets de la norme IFRS 16.

²⁷ L'EBITDA (earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization) correspond au bénéfice avant intérêts, impôts, dépréciation, amortissement et produits et charges exceptionnelles

Il convient par ailleurs de noter que les multiples extériorisés par l'échantillon retenu peuvent intégrer une partie de la valeur estimée des synergies pour l'acquéreur, ce qui n'est pas le cas dans le cadre de la présente Offre, dans la mesure où l'opération ne créera pas de synergie significative à l'exception des économies de coûts résultant du retrait de cote en cas de mise en œuvre du retrait obligatoire.

En l'absence d'informations publiques disponibles et fiables sur un nombre suffisant de transactions comparables intervenues récemment dans le secteur, cette méthode est présentée à titre secondaire.

6.2.6 Objectifs de cours des analystes (à titre indicatif)

Cette méthode consiste à déterminer la valeur d'une société sur la base des objectifs de cours publiés par les analystes financiers.

La Société DALET ne fait pas l'objet d'un suivi régulier de la part de plusieurs analystes puisque seul LOUIS CAPITAL MARKET publie un objectif de cours.

Dans ces conditions, nous ne présentons cette référence qu'à titre indicatif.

6.3 Données de référence du groupe DALET

6.3.1 Nombre de titres retenu

Par cohérence avec la dette financière nette déterminée au 31 décembre 2020, nos calculs sont réalisés sur la base du nombre d'actions composant le capital social à cette même date (3.979.382 actions), diminué du nombre d'actions auto-détenues (17.977).

Il n'existe à ce jour aucun instrument dilutif susceptible de donner accès au capital de la Société.

Le nombre d'actions ainsi retenu s'établit à 3.961.405 actions.

6.3.2 Dette financière nette

Les comptes consolidés de la Société pour l'exercice clos le 31 décembre 2020, n'ont pas encore été arrêtés ni audités à la date du présent rapport. Les ajustements permettant le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres ont été déterminés sur la base des éléments de trésorerie et de dette financière non audités au 31 décembre 2020, tels qu'ils nous ont été communiqués par le management de DALET (estimations), à l'exception des ajustements concernant le CIR, les provisions (dont les engagements de retraite) et les intérêts minoritaires qui ont été déterminés sur la base des comptes consolidés audités au 30 juin 2020 de la Société (informations non disponibles au 31 décembre 2020 à la date du présent rapport).

La dette financière nette ajustée au 31 décembre 2020 a été déterminée comme suit :

en K€	déc-20
Trésorerie et équivalents de trésorerie	14 062
Emprunts auprès des établissements financiers et concours bancaires	(10 480)
Concours bancaires	(85)
(Dette) / trésorerie nette	3 497
Crédits d'impôts	1 891
Economie d'impôts sur déficits reportables	5 004
Provisions pour engagements de retraite (nettes d'IS)	(1 534)
Cotisations différées aux Etats-Unis	(256)
Provisions (nettes d'IS)	(137)
Intérêts minoritaires	(12)
Ajustements	4 956
Passage VE-VFP (pré IFRS 16)	8 453
Dette relative aux contrats de location telle que reconnue par IFRS 16	(2 400)
Passage VE-VFP (post IFRS 16)	6 053

Hormis les dettes financières, la trésorerie et les engagements de retraite qui n'appellent pas de commentaires particuliers, nous avons inclus dans l'endettement net les principaux éléments suivants :

- Les créances de crédit impôt recherche (« CIR ») comptabilisées au 30 juin 2020 au titre des années 2016, 2017, 2018, 2019, et du premier semestre 2020, actualisées en fonction de leur date d'encaissement attendue ;
- Les déficits fiscaux activés et non activés au 31 décembre 2019, à l'exception des déficits générés en Allemagne que le management considère comme non récupérables. Nous précisons que dans la mesure où le résultat opérationnel courant 2020 devrait être proche de l'équilibre, aucun déficit reportable n'a été retenu au titre de cet exercice dans nos calculs. Ces déficits fiscaux n'ont pas été retenus en diminution de la charge d'impôts dans le DCF, mais modélisés séparément et actualisés en fonction de leur horizon de consommation ;
- Les provisions à caractère de dettes correspondant aux provisions pour risques et charges telles qu'elles ressortent des comptes consolidés de la Société au 30 juin 2020 et dont nous avons estimé l'économie d'impôt future résultant de leur décaissement ;
- Des cotisations sociales aux Etats-Unis, dues au titre de l'exercice 2020, mais dont le paiement a été reporté en 2021 en raison de dispositions spécifiques mises en place dans le cadre de la crise sanitaire liée à la Covid-19 ;
- La dette relative aux contrats de location telle que reconnue par IFRS 16 (estimation au 31 décembre 2020), étant rappelé que cette norme vise à constater à l'actif les droits d'utilisation relatifs aux contrats de location, et à reconnaître en contrepartie une dette locative correspondant à la valeur actualisée des loyers restant à payer sur la durée du contrat.

Après retraitements, la trésorerie nette ajustée ressort à 8.453 M€ avant prise en compte des dettes de location liées à IFRS 16 et à 6.053 M€ après prise en compte des dettes de location.

6.4 Mise en œuvre de la valorisation de la société DALET

6.4.1 La référence aux transactions récentes intervenues sur le capital de la Société (à titre principal)

Le 22 octobre 2020, la société DALET a annoncé l'entrée en négociations exclusives de LONG PATH PARTNERS avec l'équipe de direction de DALET SA et certains de ses actionnaires historiques (en ce compris notamment WINDCREST PARTNERS, HINSDALE LLC, SOJE FUND LP et Monsieur John J. PINTO) en vue d'acquérir, par voie de cession et d'apport, l'intégralité de leur participation, soit un bloc de contrôle de 3.212.354 actions DALET, représentant environ 80,7% du capital et 84,4% des droits de vote de la Société, à un prix de 13,52 euros par action. La finalisation de cette acquisition hors marché est intervenue le 3 décembre 2020.

Les conditions d'acquisition de ce bloc sont strictement identiques à celles proposées aux actionnaires minoritaires dans le cadre de l'Offre.

Il est précisé que les cédants (Cédants Principaux et Cédants Additionnels – cf. § 7.2 et 7.3) bénéficient d'un complément de prix applicable dans l'hypothèse où, dans les 12 mois suivant la date de réalisation de l'acquisition du bloc de contrôle, l'Initiateur déposerait une offre publique d'achat sur les actions de la Société à un prix par action supérieur à 13,52€. Ce complément de prix dont bénéficient les cédants apparaît usuel dans le contexte, et ne diffère en rien des conditions plus favorables dont pourraient bénéficier les autres actionnaires en cas d'offre mieux-disante.

Par ailleurs, en leur qualité de managers de la Société et/ou de membre du Conseil d'administration, une partie des cédants (détenant collectivement environ 52% du capital de la Société) dispose d'un accès complet à l'information concernant la Société, de ses risques et opportunités, et se trouve par conséquent en position d'apprécier en toute connaissance de cause le prix proposé dans le cadre de la présente Offre.

Le prix de 13,52€ par action constitue donc une référence de valorisation des titres de la société DALET.

6.4.2 Actualisation des flux de trésorerie prévisionnels (à titre principal)

Hypothèses retenues au titre du plan d'affaires

Nous avons mené nos travaux sur la base du plan d'affaires « *standalone* » 2020e-2024e communiqué par la Société. Ce plan d'affaires a fait l'objet de plusieurs révisions au cours de l'année 2020 compte tenu de la crise liée à la Covid-19 et a été établi par le management dans sa version finale en août 2020. Ce plan d'affaires dans sa version révisée de septembre 2020 n'a pas fait l'objet d'une présentation formelle au Conseil d'administration de la Société, à l'exception du budget 2020 révisé.

L'atterrissage au titre de l'exercice 2020 qui nous a été communiqué par le management apparaît légèrement inférieur au budget de l'exercice. Toutefois, le management nous a confirmé que cela n'est pas de nature à remettre en cause les prévisions du plan d'affaires sur la période 2021^e-2024^e.

Ce plan d'affaires a été construit selon une approche « *top down* » et intègre notamment les effets attendus à ce jour de la crise économique liée à la Covid-19 ainsi que la transition en cours de mise en œuvre vers des solutions hébergées dans le *cloud* (SaaS). Il n'intègre par ailleurs aucune opération de croissance externe, mais tient compte de l'application de la norme IFRS 16.

Conformément à la recommandation 2006-15 de l'AMF, nous avons échangé avec le management sur les principales hypothèses de ce plan d'affaires qui se présentent comme suit :

- Une évolution annuelle moyenne du chiffre d'affaires de 2,6% entre 2019 et 2024e pour atteindre environ 66,4 M€ en fin de plan. Cette évolution se caractérise dans un premier temps par un recul du chiffre d'affaires sur les exercices 2020e et 2021e en raison des effets négatifs de la crise économique liée à la Covid-19 et de la transition progressive du mix produit de la Société vers des solutions SaaS. A partir de 2022e, l'activité renoue avec la croissance pour atteindre 66,4 M€ de chiffre d'affaires en fin de plan ;
- Une évolution du mix produit, avec une baisse significative du poids des licences au profit des solutions SaaS ;
- Un taux de marge d'EBITDA en amélioration constante, passant de 10,1% en 2020e à 20,2% en 2024e (après application de la norme IFRS 16), soit un niveau supérieur au plus haut réalisé historiquement, en lien avec l'évolution attendue du mix produit vers des activités à plus forte valeur ajoutée ;
- Des dépenses d'investissements (« capex ») représentant 8,1% du chiffre d'affaires sur l'horizon du plan en ligne avec les niveaux observés en 2019 et permettant de soutenir la transition de la Société vers des offres SaaS ;
- Un BFR de l'ordre de -2% du chiffre d'affaires en ligne avec le niveau observé en 2019.

Nous avons par ailleurs réintégré les loyers relatifs aux contrats de location dans les flux du plan d'affaires afin d'exclure les effets liés à l'application de la norme IFRS 16.

Ce plan, dont les objectifs à l'horizon 2024e reposent sur la réussite de la transition vers un modèle d'offres basé sur le SaaS, traduit les ambitions du management et apparaît globalement équilibré en ce qui concerne les hypothèses de chiffre d'affaires et davantage volontariste en ce qui concerne les niveaux de marge attendus à l'horizon des prévisions, lesquels ressortent sensiblement supérieurs aux plus hauts réalisés historiquement.

Détermination des flux de trésorerie

Retraitement de la norme IFRS 16

Comme indiqué ci-avant, le plan d'affaires du management a fait l'objet d'un retraitement visant à annuler l'impact d'IFRS 16. Les charges de loyers ont ainsi été réintégrées dans le plan pour la détermination des flux de trésorerie.

Actualisation des flux

Nous avons actualisé les flux de trésorerie à mi-année à compter du 1^{er} janvier 2021.

Impôts sur les sociétés

Dans la mesure où DALET réalise une partie significative de son activité à l'international, nous avons modélisé l'impôt sur les sociétés en retenant un taux d'imposition moyen pondéré sur la base de la répartition du chiffre d'affaires 2019²⁸ par pays, soit un taux de 26,17%.

Comme indiqué ci-avant, les déficits reportables n'ont pas été retenus en diminution des flux de trésorerie, mais modélisés séparément et intégrés dans notre calcul de la dette financière nette pour leur montant actualisé.

Flux normatif

Le flux normatif a été construit sur la base d'un taux de marge d'EBITDA identique à celui de la dernière année du plan d'affaires (2024), soit 20,2%, étant précisé qu'il s'agit selon nous d'une référence plutôt haute, ce qui est favorable à l'actionnaire.

Un taux de croissance à l'infini de 1,75% a été appliqué au flux normatif, ce qui apparaît en haut de fourchette des taux de croissance long terme actuellement observés en matière d'évaluation financière et reflète le dynamisme du marché de l'édition de logiciels. Ce taux en haut de fourchette est par ailleurs favorable à l'actionnaire.

²⁸ Dans la mesure où les EBIT 2019 de plusieurs pays sont négatifs, il n'est pas pertinent d'utiliser cet agrégat pour le calcul d'un taux moyen pondéré

Calcul du taux d'actualisation

Comme indiqué ci-avant, nous avons retenu le coût des fonds propres de DALET pour actualiser les flux de trésorerie futurs. Ce coût a été estimé à 10,8% sur la base :

- D'un taux sans risque de -0,16% correspondant au taux moyen OAT 10 ans (moyenne un an calculée au 14 janvier 2021, source : Banque de France) ;
- D'une prime de risque de 9,12% (moyenne un an des primes de risques Associés en Finance à fin décembre 2020) ;
- D'un bêta sectoriel désendetté des comparables de 0,90 (source : Capital IQ) ;
- D'une prime de taille de 2,8% retenue pour refléter la moindre taille de DALET par rapport à celle de ses comparables (Sources : IBBOTSON - Valuation Handbook et analyse FINEXSI).

Ce taux de 10,8% reflète selon nous de manière appropriée le risque de réalisation du plan d'affaires dans un contexte où la Société doit faire évoluer son mix d'activités et où le taux de marge attendu à l'horizon 2024 apparaît volontariste.

Résultats de l'évaluation et analyses de sensibilité

Sur ces bases, la valeur d'entreprise de DALET ressort à 40.836 M€, dont plus de 91% résultent de la valeur terminale. Compte tenu de la trésorerie nette²⁹, le montant des fonds propres s'établit à 49.289 M€, soit 12,44€ par action DALET.

Les sensibilités de la valeur des fonds propres par action de DALET à une variation combinée du taux d'actualisation (de -0,5 point à +0,5 point) et du taux de croissance à l'infini (de -0,5 point à +0,5 point) ainsi qu'à une variation du taux de marge d'EBITDA normatif (de -0,5 point à +0,5 point), sont présentées ci-après.

Valeur des fonds propres par action (€)						Valeur des fonds propres par action (€)							
Coût des fonds propres		Taux de croissance à l'infini					Coût des fonds propres		EBITDA normatif				
		1,25 %	1,50 %	1,75 %	2,00 %	2,25 %			19,70 %	19,95 %	20,20 %	20,45 %	20,70 %
		10,30 %	12,56	12,86	13,17	13,50			13,86	10,30 %	12,65	12,91	13,17
10,55 %	12,22	12,50	12,80	13,11	13,44	10,55 %	12,29	12,54	12,80	13,05	13,30		
10,80 %	11,90	12,17	12,44	12,74	13,05	10,80 %	11,96	12,20	12,44	12,69	12,93		
11,05 %	11,60	11,85	12,11	12,38	12,67	11,05 %	11,64	11,87	12,11	12,34	12,58		
11,30 %	11,31	11,54	11,79	12,05	12,32	11,30 %	11,34	11,56	11,79	12,02	12,24		

Nous retiendrons à l'issue de cette analyse une fourchette de valeurs comprises entre 12,11€ et 12,80€ par action DALET, avec une valeur centrale de 12,44€. Le prix de l'Offre fait ainsi ressortir une prime de 11,7% sur la borne basse et une prime de 5,7% sur la borne haute de notre fourchette.

²⁹ Trésorerie nette hors dette de loyers IFRS 16 (soit 8.453 K€) dans la mesure où les charges de loyers sont intégrées dans le calcul des flux de trésorerie

6.4.3 Analyse du cours de bourse du Groupe (référence)

Nous présentons ci-dessous les cours de bourse moyens pondérés par les volumes au 21 octobre 2020 (l'annonce de l'Opération étant intervenue le 22 octobre 2020) et les primes et/ou décotes induites par le prix d'Offre de 13,52€ sur une période de 24 mois :

Dalet - Analyse du cours de bourse

Cours moyens pondérés par les volumes *	en €/action	Prime / (décote) induite par le prix d'offre de 13,52€
Spot (21/10/2020)	9,90	+36,6 %
CMPV 1 mois	9,50	+42,3 %
CMPV 60 jours	9,84	+37,4 %
CMPV 3 mois	9,72	+39,1 %
CMPV 6 mois	9,75	+38,7 %
CMPV 12 mois	10,55	+28,1 %
CMPV 24 mois	11,35	+19,1 %
Plus haut 12 mois (11/11/2019)	13,50	+0,1 %
Plus bas 12 mois (7/7/2020)	8,40	+61,0 %
Plus haut 24 mois (3/10/2019)	13,85	(2,4)%
Plus bas 24 mois (7/7/2020)	8,40	+61,0 %

* Les CMPV sont calculés à compter de la date d'annonce

Source : CAPITAL IQ

Le prix d'Offre fait ressortir une prime de 36,6% par rapport au court spot du 21 octobre 2020 et des primes de 42,3% et 37,4% par rapport aux cours moyens pondérés par les volumes 1 mois et 60 jours.

Sur les 24 derniers mois, le cours de bourse de la société DALET a fluctué entre 8,40€ et 13,85€ par action. Le plus haut, soit 13,85€, a été atteint le 3 octobre 2019, et apparaît légèrement supérieur au prix d'Offre, étant précisé que le prix d'Offre fait ressortir une prime de 19,1% par rapport au cours moyen pondéré sur 24 mois.

Depuis l'annonce de l'Offre intervenue le 22 octobre 2020, on observe que le cours de bourse est stable et s'établit à des niveaux alignés avec le prix d'Offre.

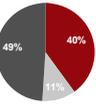
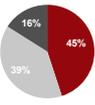
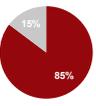
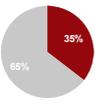
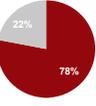
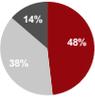
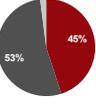
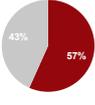
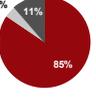
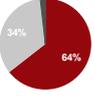
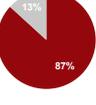
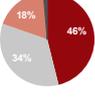
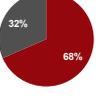
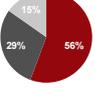
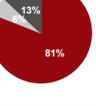
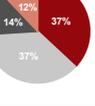
6.4.4 Méthode des comparables boursiers (à titre secondaire)

Multiplés observés sur les sociétés cotées comparables

Compte tenu des spécificités des activités de DALET, nous n'avons pas identifié de société qui lui soit pleinement comparable en raison notamment de la phase de transition de la Société vers un modèle SaaS, de son positionnement spécifique sur le secteur des médias et de différences en termes d'évolution de chiffre d'affaires, de niveau de marge et de dépenses de R&D, à l'exception de la société AVID TECHNOLOGY qui constitue un concurrent direct de DALET.

Nous avons cependant identifié 8 sociétés intervenant sur le marché de l'édition de logiciels dans des secteurs variés et dont le mix produit (édition de logiciel et service) est proche de celui de DALET.

DALET - Analyse qualitative de l'échantillon final

Société comparable	Description	CA 19 (M€)	Répartition du chiffre d'affaires	
			Mix Produit	Mix Géographique
Avid Technology, Inc.	 Editeur de logiciels (en SaaS et en licences) permettant la production, la gestion, le stockage, la distribution et la monétisation de contenus multimédias (audio et vidéo). Ces solutions s'adressent majoritairement au secteur du Media Asset Management (MAM), dont les sociétés de production/postproduction, les studios de cinéma, les stations de télévision (réseau, affiliées, indépendantes, câblées), ainsi que les institutions gouvernementales, les Corporates, etc.	366,9	 <ul style="list-style-type: none"> ■ Edition de logiciels (licences) ■ SaaS ■ Services 	 <ul style="list-style-type: none"> ■ Amérique ■ EMEA ■ APAC
Profile Systems & Software SA	 Editeur de logiciels prenant en charge les opérations dans les secteurs bancaires et de la gestion de patrimoine	15,8	 <ul style="list-style-type: none"> ■ Financial solutions ■ Business solutions 	 <ul style="list-style-type: none"> ■ Grèce ■ Autres
Linedata Services S.A.	 Le groupe est spécialisé dans l'édition et l'intégration de logiciels (en SaaS et en licences) destinés au secteur de la finance, gestionnaires d'actifs, administrateurs de fonds, etc. (outils de reporting dynamiques, gestion des ordres, saisies des transactions, etc.). Le groupe propose parallèlement des prestations de conseil, d'infogérance et de maintenance.	169,7	 <ul style="list-style-type: none"> ■ Edition de logiciels ■ Services 	 <ul style="list-style-type: none"> ■ Europe ■ Amérique ■ APAC
GK Software SE	 Editeur de logiciels (en licences et en SaaS) à destination des entreprises du Retail (gestion des marchandises mobiles, gestion des tâches en magasin, centralisation des serveurs administratifs, gestion des promotions, etc.) et des entreprises des technologies de l'information (systèmes d'exploitation des détaillants en magasin). La société propose aussi des services de maintenance des logiciels et de la vente de matériel.	115,4	 <ul style="list-style-type: none"> ■ Edition de logiciels ■ Services ■ Autres 	 <ul style="list-style-type: none"> ■ Allemagne ■ Autres
Evertz Technologies Limited	 Fournisseur d'équipement pour les professionnels des Media Asset Management (MAM) dont notamment les télécommunications et des médias de télédiffusion. Evertz conçoit, fabrique et commercialise des équipements pour la production, la postproduction et la transmission de contenu audio et vidéo. La Société vend des solutions matérielles et logicielles, et assure également des services connexes comme la formation et la mise en service de ses solutions.	287,4	 <ul style="list-style-type: none"> ■ Matériel info et logiciels associés ■ Services ■ Contrats longs termes 	 <ul style="list-style-type: none"> ■ Etats Unis ■ Canada ■ International
EVS Broadcast Equipment SA	 EVS conçoit et commercialise une gamme de solutions logicielles (abonnements et licences) couvrant l'ensemble du cycle de production/couverture d'événements en direct, et s'adresse majoritairement aux ligues et clubs sportifs, aux organisateurs d'événements et aux professionnels des médias. Adossés à ces solutions, la société fournit également des prestations de services (conseils, installations, gestions de projet, formations, maintenances, etc.)	103,4	 <ul style="list-style-type: none"> ■ Hardware + Software ■ Services 	 <ul style="list-style-type: none"> ■ EMEA ■ Amérique ■ APAC ■ Autres
Harmonic Inc.	 Harmonic conçoit deux types de solutions logicielles (en licences et en SaaS) pour la télédiffusion et les services OTT. La société commercialise une gamme de solutions via une plateforme logicielle (accès Cloud) principalement à destination des entreprises de radiodiffusion et des médias pour le traitement, la production, la diffusion de contenu vidéos ainsi que des services de virtualisation pour l'accès aux chaînes câblées via Internet. Elle fournit également un support technique et des services professionnels à ses clients.	359,0	 <ul style="list-style-type: none"> ■ CA non récurrent (hardware, logiciels en licence et services associés) ■ SaaS et services associés 	 <ul style="list-style-type: none"> ■ Amérique ■ EMEA ■ APAC
Ateme	 Ateem est une société spécialisée dans le développement et la fabrication d'équipements et de logiciels de compression vidéo. Elle fournit notamment des transcodeurs distribuant des vidéos pour les usages multi-écrans et des multiplexeurs rassemblant plusieurs chaînes TV dans des systèmes de diffusion satellite ou câble.	66,3	 <ul style="list-style-type: none"> ■ Licences dynamiques ■ Licences statiques, matériels ■ Maintenance 	 <ul style="list-style-type: none"> ■ EMEA ■ Etats-Unis/Canada ■ Amérique Latine ■ Asie/Pacifique

Source : CAPITAL IQ, Analyses FINEXS

Nous n'avons pas retenu les sociétés EVS BROADCAST EQUIPMENT ET HARMONIC INC. dans notre échantillon dans la mesure où elles ne capitalisent pas leur R&D ce qui est de nature à fausser la comparabilité avec les autres sociétés de l'échantillon, qui comme DALET, capitalisent une partie de leur R&D.

Nous n'avons pas non plus retenu la société ATEME en raison de l'absence de prévisions disponibles sur nos bases de données pour cette société et de l'ancienneté des notes d'analystes disponibles (la dernière note disponible date de juillet 2020).

Nous présentons ci-après les perspectives de croissance et de rentabilité des comparables retenus issues du consensus des analystes :

Sociétés	Pays	CA 2019 (mEUR)	Taux d'EBITDA			Croissance annuelle du chiffre d'affaires		
			2020e	2021e	2022e	2020e	2021e	2022e
Dalet	France	58,5	10,1%	10,9%	11,2%	-4,4%	-2,9%	0,7%
Avid Technology, Inc.	United States	367	16,4%	18,4%	22,4%	-19,5%	10,0%	8,2%
Profile Systems & Software SA	Greece	16	28,3%	28,7%	29,2%	14,2%	8,3%	7,2%
Linedata Services S.A.	France	170	26,5%	27,0%	27,4%	-7,3%	2,4%	2,5%
GK Software SE	Germany	115	15,9%	17,3%	17,8%	7,0%	16,9%	12,3%
Evertz Technologies Limited	Canada	287	23,6%	24,3%	25,5%	-39,6%	4,9%	12,6%
Moyenne			22,1 %	23,1 %	24,5 %	-9,1%	8,5%	8,6%
Médiane			23,6 %	24,3 %	25,5 %	-7,3%	8,3%	8,2%

Source : CAPITAL IQ, Analyses FINEXSI

Le taux de croissance du chiffre d'affaires et les taux de marge d'EBITDA attendus sur la période 2020e-2022e pour l'échantillon de comparables boursiers ressortent sensiblement supérieurs à ceux de DALET (à l'exception de la croissance du chiffre d'affaires attendue en 2020). Il ressort en particulier que les taux de marge d'EBITDA observés sur les sociétés PROFILE SYSTEMS & SOFTWARE et LINEDATA sont supérieurs au reste de l'échantillon en raison de leur positionnement sur le secteur bancaire pour lequel les marges observées sont plus importantes.

Cette approche par les comparables boursiers apparaît ainsi limitée par la spécialisation des éditeurs de logiciels concernés, qui leur offre des perspectives différentes en termes de marge et de croissance.

Les taux de marge d'EBITDA actuels de DALET apparaissent relativement faibles, et le management ambitionne de les faire progresser significativement dans le futur avec la transition en cours vers un modèle SaaS, ce qui est appréhendé par la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie (DCF). Le taux de marge d'EBITDA attendu à l'horizon du plan d'affaires de DALET, soit 20,2%, apparaît globalement en ligne avec la moyenne des comparables retenus.

Nous obtenons, les multiples suivants sur la base des agrégats estimés issus des consensus d'analystes pour 2020e, 2021e et 2022e :

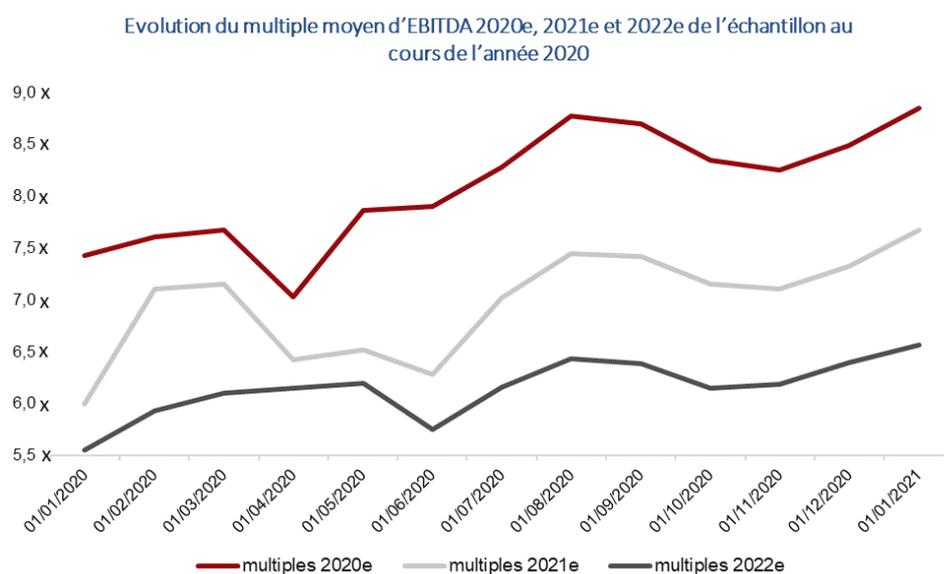
Sociétés	Pays	CA 2019 (mEUR)	VE** (mEUR)	xEBITDA*		
				2020e	2021e	2022e
Avid Technology, Inc.	United States	367	615	12,7x	10,3x	7,8x
Profile Systems & Software SA	Greece	16	39	7,7x	7,0x	6,4x
Linedata Services S.A.	France	170	248	5,9x	5,7x	5,5x
GK Software SE	Germany	115	209	10,7x	8,3x	7,2x
Evertz Technologies Limited	Canada	287	580	10,0x	9,3x	7,8x
Moyenne				9,4x	8,1x	7,0x

Source : CAPITAL IQ

*Multiples induits par (i) une Valeur d'Entreprise calculée sur la base du CMPV trois mois au 19 janvier 2021 et d'un nombre moyen d'actions sur trois mois et (ii) des agrégats des comparables calendarisés sur la date de clôture de la société évaluée.

** Valeur d'entreprise calculée sur la base du cours de bourse au 19 janvier 2021.

Il convient de relever qu'à la suite de la crise économique liée à la Covid-19, les prévisions d'EBITDA des analystes (pour les années 2020, 2021 et 2022) ont été sensiblement revues à la baisse par rapport à celles qui prévalaient en début d'année 2020. Les cours de bourse (et donc les valeurs d'entreprises qui en découlent) ont en janvier 2021, en dépit de la crise, retrouvé des niveaux proches de ceux observés en début d'année 2020, en raison notamment des anticipations du marché concernant un retour rapide à la normale. Il en résulte que les multiples 2020e, 2021e et 2022e extériorisés en janvier 2021 se trouvent sensiblement supérieurs à ceux observés un an plus tôt, avant la survenance de la crise.



Source : CAPITAL IQ et analyses Finexsi

Les multiples extériorisés au 1^{er} janvier 2020, soit avant la crise économique liée à la Covid-19, étaient les suivants :

Sociétés	Pays	VE** (mEUR)	xEBITDA*		
			2020e	2021e	2022e
Avid Technology, Inc.	United States	452	7,2x	6,7x	5,3x
Profile Systems & Software SA	Greece	29	5,6x	5,2x	4,7x
Linedata Services S.A.	France	264	6,0x	6,0x	n.c
GK Software SE	Germany	164	7,5x	6,2x	6,7x
Evertz Technologies Limited	Canada	931	10,9x	n.c	n.c
Moyenne			7,4x	6,0x	5,6x

Source : CAPITAL IQ

*Multiples induits par (i) une Valeur d'Entreprise calculée sur la base du CMPV trois mois au 1^{er} janvier 2020 et d'un nombre moyen d'actions sur trois mois et (ii) des agrégats des comparables calendarisés sur la date de clôture de la société évaluée.

** Valeur d'entreprise calculée sur la base du cours de bourse au 1er janvier 2020.

L'activité de DALET étant relativement résiliente, la crise liée à la Covid-19 a eu une incidence limitée sur son niveau d'activité ainsi que sur les prévisions d'EBITDA attendues dans le plan d'affaires, qui ne sont que peu impactés (même si celles-ci demeurent sensiblement inférieures à l'échantillon de comparables en raison notamment de la transition en cours vers un modèle SaaS). En conséquence, l'application de multiples d'EBITDA déterminés en janvier 2021, qui apparaissent élevés pour les raisons évoquées ci-avant, fait ressortir des valeurs hautes qui sont à considérer avec prudence.

EBITDA de référence de la Société

Les EBITDA prévisionnels des comparables retenus au sein de l'échantillon intègrent les effets de la norme IFRS 16 ou de normes équivalentes.

Dans ces conditions, nous avons appliqué les multiples moyens extériorisés sur les années 2020e-2022e aux prévisions d'EBITDA *post* IFRS 16 des mêmes années issues du plan d'affaires de DALET.

Par cohérence avec les EBITDA retenus, la trésorerie nette utilisée pour le calcul de la valeur des fonds propres intègre les dettes de loyers liées à IFRS 16, soit une trésorerie nette ramenée à 6.053 K€ (cf. §6.3.2).

Fourchette de valorisation de DALET selon les multiples de sociétés comparables

Synthèse	xEBITDA		
	2020e	2021e	2022e
Valeur d'entreprise	53 205	48 013	42 463
Valeur des fonds propres	59 257	54 065	48 515
Valeur par action	14,96	13,65	12,25

L'application des multiples moyens observés sur les comparables boursiers aux EBITDA 2020e, 2021e et 2022e fait ressortir une valeur par action de DALET comprise entre 12,25€ et 14,96€. Sur ce critère, le prix d'Offre fait ressortir une prime de 10,4% si l'on se place sur la borne inférieure de la fourchette et une décote de 9,6% si l'on se place sur la borne supérieure de la fourchette.

Il convient de rappeler que les multiples d'EBITDA 2020e, 2021e et 2022e des sociétés comparables sont à considérer avec prudence dans la mesure où ils sont affectés, pour les raisons évoquées ci-avant, par la crise économique liée à la Covid-19. A titre d'information, l'application du multiple moyen 2020e observé sur les comparables boursiers au 1^{er} janvier 2020, soit avant la crise, ferait ressortir une valeur par action de DALET de 12,17€ au titre de 2020e (à comparer à une valeur de 14,96€ sur la base des multiples déterminés en janvier 2021).

6.4.5 Méthode des transactions comparables (à titre secondaire)**Multiples observés sur les transactions comparables**

Nous avons analysé les transactions dont l'annonce est intervenue depuis 2015 sur des sociétés appartenant au secteur dans lequel évolue DALET, portant sur une part significative du capital (supérieure à 50%) et intégrant de ce fait une prime de contrôle ainsi que, le cas échéant, la valeur estimée des synergies par l'acquéreur (nous rappelons que dans le cadre de la présente Offre aucune synergie n'est attendue à l'exception des économies de coûts résultant du retrait de cote en cas de mise en œuvre du retrait obligatoire). Comme indiqué ci-avant, et de manière analogue à l'approche fondée sur les comparables boursiers, nous avons retenu des multiples basés sur l'EBITDA.

Nous avons constitué deux échantillons distincts afin de prendre en compte l'incidence de la norme IFRS 16 sur les agrégats retenus, à savoir :

- Un premier échantillon regroupant les transactions antérieures à 2019 dont les multiples extériorisés n'intègrent pas les effets de la norme IFRS 16 ;
- Un deuxième échantillon constitué de transactions postérieures à 2019 dont les multiples extériorisés intègrent les effets de la norme IFRS 16.

Nous avons ainsi identifié les transactions comparables suivantes pour lesquelles des informations publiques étaient disponibles :

- Le rachat en septembre 2020 par WIIT DE MYLOC MANAGED IT, fournisseur de solutions d'hébergement (Cloud) pour des clients privés et professionnels ;
- Le rachat en juillet 2020 par le fonds d'investissement BLACK DRAGON CAPITAL de GRASS VALLEY CANADA, société qui fournit du matériel et des services de production aux réseaux de télévision ;
- Le rachat en décembre 2016 par le groupe SCISYS de ANNOVA SYSTEMS, éditeur de logiciels éditoriaux pour les journalistes dans le secteur audiovisuel ;
- Le rachat en août 2015 par FRANKLY de GANNAWAY WEB HOLDINGS, société qui propose une plate-forme multimédia intégrée permettant aux diffuseurs, aux opérateurs et aux entreprises de médias de créer, d'acquérir, de gérer, d'analyser, de monétiser et de distribuer facilement des ressources multimédias ;
- Le rachat en mai 2015 par le groupe ARRIS de la société PACE, qui propose des services et des logiciels dans le domaine de la télévision payante ;
- Le rachat en juin 2015 par AVID TECHNOLOGY de ORAD HI-TEC SYSTEMS, société qui fournit des solutions graphiques en trois dimensions (3D) pour des diffusions en temps réel, des serveurs vidéo et qui propose la gestion des actifs multimédias (MAM) dans le secteur de la diffusion.

Echantillon 1 : Transactions antérieures à 2019 (pré IFRS 16)

Date d'annonce	Date de transaction	Cible	Pays	Acquéreur	% acquis	VE (m EUR)	xEBITDA
24/11/2016	décembre-16	ANNOVA Systems	Allemagne	SCISYS PLC	100%	28	9,5x
29/07/2015	août-15	Gannaway Web Holdings, LLC	Etats-Unis	Frankly Inc.	100%	45	6,9x
22/04/2015	mai-15	Pace Plc	Royaume-Uni	ARRIS Group, Inc.	100%	2091	7,6x
12/04/2015	juin-15	Orad Hi Tec Systems Ltd.	Israël	Avid Technology Inc.	100%	58	10,6x
Moyenne							8,7x

Sources : Mergermarket et Capital IQ

Echantillon 1 : Transactions postérieures à 2019 (post IFRS 16)

Date d'annonce	Date de transaction	Cible	Pays	Acquéreur	% acquis	VE (m EUR)	xEBITDA
19/09/2020	septembre-20	myLoc managed IT AG	Allemagne	Wiit S.p.A	100%	50	6,8x
04/02/2020	juillet-20	Grass Valley Canada Inc.	Canada	Black Dragon Capital, LLC	100%	295	6,0x
Moyenne							6,4x

Sources : Mergermarket et Capital IQ

EBITDA de référence de la Société

Nous avons appliqué les multiples moyens aux EBITDA 2019, soit celui du dernier exercice clos, et 2020 dans la mesure où l'exercice en cours est presque achevé et que nous nous sommes assurés auprès du management qu'aucun écart significatif avec l'atterrissage 2020e n'avait été identifié à date.

Nous avons retenu, pour le premier échantillon de transactions antérieures à 2019, des EBITDA hors IFRS 16, intégrant donc les charges de loyers. Par cohérence avec les EBITDA retenus, la trésorerie nette utilisée³⁰ pour le calcul de la valeur des fonds propres n'intègre pas les dettes de loyers liées à IFRS 16.

Pour les transactions postérieures à 2019, nous avons retenu un EBITDA et une trésorerie nette, post IFRS 16³¹.

Fourchette de valorisation de Dalet selon les multiples de transactions comparables**Valorisation sur la base du premier échantillon pré IFRS 16**

Synthèse	xEBITDA (pré IFRS 16)	
	2019	2020e
Valeur d'entreprise	44 738	38 640
Valeur des fonds propres	53 190	47 092
Valeur par action	13,43	11,89

Valorisation sur la base du deuxième échantillon post IFRS 16

Synthèse	xEBITDA (post IFRS 16)	
	2019	2020e
Valeur d'entreprise	40 998	36 224
Valeur des fonds propres	47 051	42 277
Valeur par action	11,88	10,67

L'application des multiples moyens observés sur les transactions comparables aux EBITDA 2019 et 2020e fait ressortir une valeur par action de DALET comprise entre 10,67€ et 13,43€. Sur ce critère, le prix d'Offre fait ressortir une prime de 26,7% si l'on se place sur la borne inférieure de la fourchette et une prime de 0,7% si l'on se place sur la borne supérieure de la fourchette.

³⁰ Trésorerie nette hors dette de loyers IFRS 16 (soit 8.453 K€) dans la mesure où les charges de loyers sont intégrées dans l'EBITDA.

³¹ Trésorerie nette post IFRS 16 intégrant les dettes de loyers (soit 6.053 K€).

6.4.6 Objectifs de cours des analystes (à titre indicatif)

Le titre DALET fait l'objet d'un suivi très limité de la part des analystes financiers puisque seul LOUIS CAPITAL MARKETS publie des objectifs de cours. Les notes publiées ne présentent de plus aucun détail sur les principaux considérants (méthodes d'évaluation, prévisions, taux d'actualisation...) utilisés pour déterminer l'objectif de cours. Pour ces raisons, nous considérons ce critère à titre indicatif.

L'évolution des objectifs de cours publiés par LOUIS CAPITAL MARKETS, avant l'annonce de l'Offre, est la suivante :

Date	Cours de bourse (à la date de publication de la note)	Objectif	Reco.
06/11/2019	13,1 €	17,0 €	Achat
20/02/2020	12,9 €	17,0 €	Achat
23/04/2020	9,8 €	15,0 €	Achat
13/05/2020	10,1 €	15,0 €	Achat
28/07/2020	9,6 €	15,0 €	Achat
24/09/2020	9,9 €	15,0 €	Achat
Post annonce			
05/11/2020	13,0 €	14,2 €	Neutre

Au cours des 12 mois précédant l'annonce de l'Offre, soit entre le 6 novembre 2019 et le 24 septembre 2020, LOUIS CAPITAL MARKETS a réduit son objectif de cours de 17,0€ à 15,0€.

À titre informatif, LOUIS CAPITAL MARKETS a revu à la baisse son objectif de cours (14,2€) suite à l'annonce de l'Offre, sans toutefois l'ajuster sur le prix d'Offre. L'analyste de LOUIS CAPITAL MARKETS considère que l'Offre « *permettra d'avoir une fenêtre de liquidité avec une prime intéressante, alors que la poursuite d'un effort soutenu d'investissement en R&D et la transition vers un modèle en SaaS pèseront sur la profitabilité du groupe à court comme à moyen terme* ».

Sur ce critère, que nous retenons à titre indicatif compte tenu du suivi très limité dont le titre fait l'objet, le prix d'Offre fait ressortir une décote de 9,9% sur le dernier objectif de cours publié avant l'annonce de l'Offre.

7. Accords connexes et autres accords pouvant avoir une incidence significative sur le prix d'Offre

Nous avons procédé à l'examen des accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue, tels que présentés dans le projet de note d'information, afin d'apprécier si ces accords comportaient des dispositions financières susceptibles de remettre en cause le caractère équitable du prix d'Offre.

Ces différents accords connexes sont repris partiellement au § 1.2.4 du présent rapport et décrits au § 1.4 du projet de note d'information.

Dans ce cadre, nous avons examiné :

1. Le Term Sheet ;
2. Le Contrat d'Acquisition Principal ;
3. Les Contrats d'Acquisition Additionnels ;
4. Le traité d'apport ;
5. Le pacte d'associés ;
6. Les Promesse leavers ;
7. La convention de mandat social ;
8. Les engagements d'apport ;
9. Autres accords dont l'Initiateur a connaissance.

7.1 Term Sheet

Le 4 novembre 2020, LONG PATH PARTNERS LLC et les Actionnaires de Référence³² ont conclu, un Term Sheet relatif, notamment :

- Aux modalités de réinvestissement des Actionnaires de Référence au sein de l'Initiateur (cf. § 7.4) ;
- Aux modalités de direction de l'Initiateur et de la Société, telles que décrites dans le pacte d'associés (cf. § 0) ;
- Aux mécanismes de liquidité et de transferts de titres au sein de l'Initiateur, tels que décrits dans le pacte d'associés (cf. § 0) ;
- A la mise en place de promesses de vente et d'achat (cf. § 0) ;
- A l'éventuelle mise en place, postérieurement à la clôture de l'Offre et au plus tard au 31 décembre 2021, de plans d'incitation à long terme au profit (i) des Top Managers, et/ou (ii) des membres du mid management. Ce Term Sheet a par la suite été modifié par un avenant en date du 3 décembre 2020. Il est précisé que l'Initiateur a depuis renoncé à la mise en place de ces plans d'incitation à long terme pour les 12 prochains mois (cf. § 0).

L'analyse de ces différents accords est présentée ci-après.

³² Monsieur David LASRY, Monsieur Stéphane SCHLAYEN, Monsieur Stéphane GUEZ, Monsieur Michaël ELHADAD, Monsieur Salomon ELHADAD, Monsieur Nicolas BREUGNON (les « Top Managers »), WINDCREST PARTNERS LP, WINDCREST PARTNERS II LP, HINSDALE LLC, SOJE FUND LP et Monsieur John PINTO (les « Actionnaires Historiques Réinvestisseurs », ensemble avec les Top Managers, les « Actionnaires de Référence »)

7.2 Le Contrat d'Acquisition Principal

Le 4 novembre 2020, l'Initiateur a conclu avec les Actionnaires de Référence et d'autres actionnaires de la Société (ensemble, les « Cédants Principaux ») le Contrat d'Acquisition Principal qui prévoit le transfert de 2.560.820 actions de la Société (par voie de cession hors marché et, le cas échéant, d'apport) au bénéfice de l'Initiateur. Ces actions ont été cédées ou apportées à l'Initiateur le 3 décembre 2020.

Nous avons obtenu communication de ce contrat d'acquisition que nous avons examiné et nous nous sommes fait confirmer l'absence d'autre accord conclu entre l'initiateur et les Cédants Principaux, directement ou indirectement, à l'exception de ceux analysés dans ce rapport.

Ce contrat concerne l'acquisition d'un bloc de 2.560.820 actions, par voie de cession ou d'apport, au prix de 13,52€ par action.

Dans ce cadre 846.440 actions ont été cédées et payées en numéraire par l'Initiateur au prix unitaire de 13,52€ par action. Le solde, soit 1.714.380 actions, a été apporté à l'Initiateur et rémunéré par des actions DALET HOLDING nouvellement émises. Nous précisons qu'un Commissaire aux apports (Monsieur Jacques SULTAN) s'est prononcé en date du 23 novembre 2020 sur la valeur d'apport des titres (13,52€) et a conclu que la valeur des apports n'était pas surévaluée (cf. § 7.4).

Les Cédants Principaux bénéficient par ailleurs d'un complément de prix applicable dans l'hypothèse où, dans les 12 mois suivant la date de réalisation de l'acquisition du bloc, l'Initiateur déposerait une offre publique d'achat sur les actions de la Société à un prix par action supérieur à 13,52€.

Nous avons analysé les conditions d'acquisition du bloc qui apparaissent strictement identiques à celles proposées aux actionnaires minoritaires dans le cadre de l'Offre, à savoir un prix de 13,52€ par action. De plus, le complément de prix dont bénéficient les Cédants Principaux apparaît usuel dans le contexte, et ne diffère en rien des conditions plus favorables dont pourraient bénéficier les autres actionnaires en cas d'offre mieux-disante. Il n'apparaît pas susceptible de remettre en cause le caractère équitable du prix d'Offre pour les autres actionnaires.

7.3 Les Contrats d'Acquisition Additionnels

« Le 4 novembre 2020, l'Initiateur a conclu avec six (6) cadres ou anciens cadres de la Société ainsi qu'avec douze (12) investisseurs institutionnels (ensemble, les « Cédants Additionnels ») les Contrats d'Acquisition Additionnels qui prévoient le transfert des actions de la Société (par voie de cession hors marché) au bénéfice de l'Initiateur d'un nombre total de 651.534 actions de la Société (représentant 16,37% du capital social de la Société au 3 décembre 2020, date de réalisation des transferts) [...] ».

Nous avons analysé les conditions d'acquisition figurant dans les Contrats d'Acquisition Additionnels qui apparaissent strictement identiques à celles proposées aux actionnaires minoritaires dans le cadre de l'Offre, à savoir un prix de 13,52€ par action.

De plus, les Cédants Additionnels bénéficient du complément de prix dans des conditions strictement identiques à celles des Cédants Principaux, ce qui n'apparaît donc pas susceptible de remettre en cause le caractère équitable du prix d'Offre pour les autres actionnaires.

7.4 Traité d'apport

Le 20 novembre 2020, l'Initiateur a conclu avec les Actionnaires de Référence et LONG PATH PRIVATE INVESTMENT PARTNERS I SCSp (les « Actionnaires Apporteurs »), un traité d'apport prévoyant l'apport de 1.714.380 actions de la Société détenues par les Actionnaires Apporteurs au bénéfice de l'Initiateur, à une valeur d'apport de 13,52€ par action. La valeur totale des apports s'élève ainsi à 23.178.417,60€.

Un commissaire aux apports, Monsieur Jacques SULTAN, a été chargé d'établir un rapport sur la valeur des apports et a conclu, le 23 novembre 2020, que la valeur des apports, soit 23.178.417,60€, n'était pas surévaluée.

En rémunération de l'apport, les Actionnaires Apporteurs ont reçu à la date de réalisation de l'apport, soit le 3 décembre 2020 :

- 23.178.413 actions ordinaires Dalet Holding nouvellement émises, entièrement libérées, d'une valeur nominale de 1€ chacune, soit un montant total de 23.178.413€ ;
- Une soulte en numéraire 4,60€ à laquelle les Actionnaires Apporteurs ont renoncé expressément.

Les conditions de rémunération de l'apport sont donc basées sur une valeur par action DALET de 13,52€, soit un prix strictement identique à celui proposé aux actionnaires minoritaires dans le cadre de l'Offre. Quant à la rémunération de l'apport, les actions ont été émises à leur valeur nominale, ce qui correspond à la valeur de la société nouvelle créée pour les besoins de l'opération, ce qui n'appelle pas d'observation de notre part.

7.5 Pacte d'associés

LONG PATH PRIVATE INVESTMENT PARTNERS I SCSP et les Actionnaires de Référence ont conclu le 3 décembre 2020, pour une durée de 15 ans renouvelable par période d'1 an, un pacte d'associés.

Nous avons obtenu ce pacte d'associés que nous avons examiné. Il contient notamment des dispositions relatives à la gouvernance au niveau de l'Initiateur et au niveau de la Société, au transfert des titres de l'Initiateur détenus par les parties au pacte d'associés, à la liquidité offerte aux tops managers et aux engagements d'exclusivité et de non-concurrence.

Gouvernance au niveau de l'Initiateur et de la Société

Les dispositions du pacte d'associés relatives à la gouvernance de l'Initiateur et de la Société sont usuelles et n'appellent pas de remarque particulière de notre part.

Transfert des titres et clauses de sortie

Le pacte régit notamment la liquidité anticipée assurée par l'Initiateur. Dans ce cadre, l'Initiateur s'engage à assurer, à compter du 1^{er} janvier 2022, la liquidité dans l'hypothèse où l'un des détenteurs de titres de l'Initiateur souhaiterait céder ses titres. Le nombre de titres susceptible d'être cédé sera déterminé par le comité de surveillance en fonction des capacités financières de l'Initiateur et suivant le rang de priorité des cédants, étant précisé que dans l'éventualité où les mécanismes d'incitation à long terme envisagés dans le Term Sheet seraient mis en œuvre (notamment sous la forme d'attribution d'actions gratuites), les Top Managers souhaitant céder leurs titres se verront proposer un mécanisme de liquidité portant sur un maximum de 80% de leurs actions gratuites définitivement acquises.

Les Top Managers auront par ailleurs la possibilité, à compter du 4^{ème} anniversaire de la conclusion du pacte d'associé, de bénéficier à tout moment d'une liquidité anticipée étalée sur 3 années pour céder jusqu'à 35% de leur participation. Dans le cas où l'Initiateur ne disposerait pas de la capacité financière suffisante pour offrir la liquidité, celle-ci sera assurée par LONG PATH PRIVATE INVESTMENT PARTNERS I SCSP. En ce qui concerne plus particulièrement Monsieur David LASRY, cette liquidité anticipée partielle ne pourra avoir pour effet de porter sa détention au capital de l'Initiateur en dessous de 4% tant qu'il occupera les fonctions de président de l'Initiateur.

Dans tous les cas, la valorisation des titres cédés au titre du mécanisme de liquidité sera déterminée à dire d'expert, celui-ci intervenant annuellement pour évaluer les titres de l'Initiateur.

Par conséquent, en l'absence de garantie concernant le prix de rachat des titres dans le cadre du mécanisme de liquidité, les détenteurs de titres supportent pleinement le risque d'actionnaire lié à leur participation dans le capital de DALET HOLDING. La valeur de leurs titres sera déterminée à dire d'expert et est susceptible d'évoluer chaque année à la hausse comme à la baisse en fonction notamment des performances de l'entreprise.

En ce qui concerne le transfert des titres à des tiers au pacte d'associé, il est prévu un droit de premier refus, permettant aux autres parties au pacte d'associé d'acquérir les titres aux mêmes conditions que celles proposées par le tiers acquéreur, ainsi qu'une procédure d'agrément dans le cas où aucune partie au pacte d'associé n'aurait exercé son droit de premier refus. À défaut d'agrément, les titres de l'Initiateur pourront être acquis par l'Initiateur à un prix égal à 60% du moins élevé des prix entre le prix proposé par le potentiel tiers acquéreur des titres de l'Initiateur et le prix déterminé à dire d'expert.

Il est également prévu un droit de cession conjointe au bénéfice de tous les titulaires de titres de l'Initiateur dans le cas où LONG PATH PRIVATE INVESTMENT PARTNERS I SCSP souhaiterait réaliser un transfert de titres de l'Initiateur.

Par ailleurs, il est prévu la mise en place d'un processus de sortie et une obligation de cession forcée dans le cas où il serait décidé par le comité de surveillance d'engager une cession de 100% des titres de l'Initiateur.

Enfin, le pacte d'associé prévoit que dans certains cas spécifiques, les titres pourront être transférés librement.

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

Les Top Managers sont tenus par des engagements de non-concurrence, de non-sollicitation et de non-débauchage ainsi qu'à des engagements d'exclusivité.

Selon notre analyse, le pacte d'associés ne comporte pas de clause financière assimilable à un complément ou à un ajustement de prix des actions apportées ou cédées, ou à une garantie quelconque qui aurait été consentie par l'Initiateur au bénéfice des Actionnaires de Référence. En particulier, le prix de rachat des titres dans le cadre du mécanisme de liquidité accordé aux détenteurs de titres de l'Initiateur ne fait l'objet d'aucune garantie et sera déterminé à dire d'expert. La valeur des titres est ainsi susceptible d'évoluer chaque année à la hausse comme à la baisse en fonction notamment des performances de l'entreprise. Il n'existe à ce jour aucun prix ou formule de prix fixé dans le pacte d'associé pour déterminer la valeur des actions qui seront cédées dans le cadre du mécanisme de liquidité.

Les conditions du pacte d'associés ne sont donc pas, selon nous, de nature à remettre en cause le caractère équitable du prix d'Offre d'un point de vue financier.

7.6 Promesses « Leavers »

Promesse leavers des Top Managers (à l'exception de Monsieur David LASRY)

« Les Top Managers (à l'exception de Monsieur David Lasry) et/ou leurs ayant-droits bénéficient d'une promesse d'achat consentie par Long Path Private Investment Partners I SCSp sur l'intégralité des titres qu'ils détiennent au sein du capital social de l'Initiateur en cas de :

- décès, incapacité, invalidité permanente ou départ à la retraite (le « Départ Good Leaver ») ;
- départ anticipé du groupe, pour quelque raison que ce soit autre qu'une faute lourde (le « Départ Medium Leaver »).

Long Path Private Investment Partners I SCSp bénéficie d'une promesse de vente consentie par les Top Managers sur les titres qu'ils détiennent au sein du capital social de l'Initiateur, en cas :

- de Départ Good Leaver, étant précisé que dans ce cas, la Promesse de Vente ne portera que sur 50% des titres détenus par le Top Manager concerné ;
- de Départ Medium Leaver ;
- de violation significative du Pacte d'Associés ou de départ anticipé du groupe pour faute lourde (le « Départ Bad Leaver »).

Promesse leavers de Monsieur David LASRY

« Monsieur David Lasry et/ou ses ayant-droits bénéficient d'une promesse d'achat consentie par Long Path Private Investment Partners I SCSp sur l'intégralité ou une partie des titres qu'il détient au sein du capital social de l'Initiateur en cas de :

- décès, incapacité, invalidité permanente, départ à la retraite, démission/révocation/non-renouvellement de son mandat social (à l'exception d'un départ pour faute lourde) ou tout autre cas décidé par le comité de surveillance à la Majorité Qualifiée (le « Départ Good Leaver DL ») ;
- départ anticipé du groupe, pour quelque raison que ce soit autre qu'un cas de Départ Good Leaver ou de Départ Bad Leaver (le « Départ Medium Leaver DL »).

Long Path Private Investment Partners I SCSp bénéficie d'une promesse de vente consentie par Monsieur David Lasry sur les titres qu'il détient au sein du capital social de l'Initiateur (la « Promesse de Vente DL »), en cas :

- de Départ Medium Leaver DL ; et
- de violation significative du Pacte d'Associés ou de départ anticipé du groupe pour faute lourde (le « Départ Bad Leaver DL »).

Le prix d'exercice des Promesses d'Achat et de Vente décrites ci-avant pour les Top Managers et Monsieur David LASRY, ainsi que leurs modalités de paiement varient selon la date de départ et la cause du départ (une décote pourra notamment être appliquée en cas de Départ Medium Leaver et de Départ Bad Leaver). Le prix sera déterminé sur la base de la valorisation réalisée annuellement par l'expert évaluateur, de manière analogue aux dispositions prévues dans le cadre des engagements de liquidité. Les bénéficiaires de ces promesses ne disposent donc d'aucune garantie quant au prix de rachat de leurs titres, dont la valeur est susceptible d'évoluer chaque année à la hausse comme à la baisse en fonction notamment des performances de l'entreprise.

En conséquence, les dispositions relatives aux Promesses d'Achat et de Vente pour les Top Managers et Monsieur David LASRY ne sont, selon nous, pas de nature à remettre en cause le caractère équitable du prix d'Offre d'un point de vue financier.

7.7 Convention de mandat social

« Monsieur David Lasry et l'Initiateur ont conclu en date du 3 décembre 2020 une convention de mandat social aux termes de laquelle, notamment:

- Monsieur David Lasry, au titre de ses fonctions de président de l'Initiateur, percevra une rémunération fixe ainsi qu'une rémunération variable calculée sur la base de critères quantitatifs et qualitatifs déterminés annuellement par le comité de surveillance ;
- Monsieur David Lasry aura le droit :
 - o En cas de départ causé, à une indemnité de départ de 6 mois calculée sur la moyenne de la rémunération brute (en numéraire) des 12 mois précédant le départ, sauf en cas de départ pour faute lourde ;
 - o En cas de départ sans cause, à une indemnité de départ de 12 mois calculée sur la moyenne de la rémunération brute (en numéraire) des 12 mois précédant le départ.
- Monsieur David Lasry est tenu par des engagements de non-concurrence et de non-sollicitation, dont la durée variera selon la qualification attribuée à son départ, ainsi qu'à des engagements d'exclusivité. »

Nous avons obtenu cette convention et nous sommes fait confirmer par lettre d'affirmation de l'Initiateur et de Monsieur David LASRY que les conditions de rémunération de ce dernier au titre de ses fonctions de Président de l'Initiateur ainsi qu'au titre de ses autres fonctions au sein des filiales du groupe, et en particulier en Israël, sont identiques aux conditions de rémunération qui prévalaient (au titre de ses fonctions de PDG du groupe DALET et de ses autres fonctions au sein des filiales du Groupe), avant la conclusion de la convention de mandat social, telles qu'elles sont décrites dans le rapport financier 2019 de DALET.

7.8 Eventuelle mise en place de plans d'incitation à long terme au profit des Top Managers et/ou des membres du mid management

Concernant l'éventuelle mise en place de plans d'incitation à long terme au profit des Top Managers et/ou des membres du *mid management*, le projet de note en réponse ainsi que l'avis motivé du Conseil d'administration de DALET indiquent que l'Initiateur a renoncé à leur mise en œuvre pour les douze prochains mois.

7.9 Engagement d'apport

Il n'existe pas d'engagement d'apport à l'Offre.

7.10 Autres accords dont l'Initiateur a connaissance

L'Initiateur nous a confirmé n'avoir connaissance d'aucun autre accord conclu, ou à conclure avec des actionnaires dans le cadre de la présente Offre.

8. Analyse des éléments d'appréciation du prix établi par l'établissement présentateur

ALANTRA, agissant en tant qu'établissement présentateur de l'Offre, a préparé les éléments d'appréciation du prix de l'Offre figurant à la section 3 du projet de note d'information.

Nous avons analysé ces éléments et nous nous sommes rapprochés des représentants de l'établissement présentateur en charge de l'évaluation pour échanger sur les méthodes et critères d'évaluation retenus.

8.1 Choix des critères d'évaluation

L'établissement présentateur retient à titre principal la référence aux transactions récentes intervenues sur le capital de la Société, la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie (DCF) et l'analyse du cours de bourse. A titre indicatif, ALANTRA a retenu l'actif net comptable. Les méthodes des comparables boursiers et des transactions comparables sont également retenues à titre indicatif, mais ne sont pas présentées dans la synthèse des valeurs de l'établissement présentateur.

L'établissement présentateur a écarté les méthodes de l'actif net réévalué (ANR), de l'actualisation des dividendes futurs, ainsi que la référence aux objectifs de cours des analystes.

Nous présentons pour notre part, à titre principal, la référence aux transactions récentes intervenues sur le capital de la Société et l'actualisation des flux futurs de trésorerie. Nous présentons l'analyse du cours de bourse et les critères des comparables boursiers et des transactions comparables à titre secondaire ainsi que la référence aux objectifs de cours des analystes à titre indicatif uniquement. Nous n'avons en revanche pas retenu la référence à l'actif net comptable.

Enfin, nous sommes en accord avec les autres méthodes écartées, à savoir l'actif net réévalué ainsi que l'actualisation des flux futurs de dividendes.

La mise en œuvre des différents critères appelle plusieurs remarques de notre part.

8.2 Mise en œuvre des différents critères

8.2.1 Données de référence

Nombre d'actions retenues

S'agissant du nombre d'actions, nous retenons, comme ALANTRA, le nombre d'actions au 31 décembre 2020, soit 3.961.405 actions après déduction de l'auto-détention.

Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres

L'établissement présentateur retient une dette financière nette post IFRS 16 de -0,6 M€ et pré IFRS 16 de +1,8 M€ (position de trésorerie nette) au 31 décembre 2020. Il convient de rajouter à la dette financière nette d'ALANTRA les autres éléments du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres pris en compte par cette dernière dans la mise en œuvre des différentes méthodes d'évaluation. Ces éléments comprennent :

- Les déficits reportables, non utilisés dans la méthode DCF, actualisés pour un montant de +4,1 M€ ;
- Les créances relatives au CIR comptabilisé au 30 juin 2020, pour un montant actualisé de 1,9 M€.

Après prise en compte de ces éléments, la dette financière nette ajustée de l'établissement présentateur s'élève à +5,4 M€ post IFRS 16 et à +7,8 M€ pré IFRS 16 (positions de trésorerie nette).

Nous retenons pour notre part une dette financière nette ajustée post IFRS 16 de +6,1 M€ et pré IFRS 16 de +8,5 M€ (positions de trésorerie nette).

8.2.2 Transactions récentes intervenues sur le capital de la Société

L'établissement présentateur retient la référence aux transactions suivantes :

- L'acquisition du bloc de contrôle intervenue le 3 décembre aux prix de 13,52€ par action ;
- Les apports de titres Dalet émis en rémunération d'une partie de l'acquisition de l'activité Flex Media Platform d'Ooyala, soit :
 - Le 12 juillet 2019, un apport de 30 000 titres Dalet, entre Dalet US et Ooyala, au prix de 12,21€ ;
 - Le 4 novembre 2019, une augmentation de capital de Dalet SA par émission de 187.478 actions ordinaires nouvelles au prix de 12,21€ émises au profit
 - D'Ooyala Inc et Ooyala Ltd ;

Pour notre part, nous nous référons uniquement à l'acquisition du bloc de contrôle intervenue le 3 décembre 2020 au prix de 13,52€ par action dans la mesure où nous considérons que les autres transactions sont relativement anciennes et non représentatives, car concernant une part limitée du capital de DALET.

Concernant la valeur par action

Nous retenons une valeur par action de 13,52€ alors que ALANTRA présente une fourchette de valeurs comprises entre 12,21€ et 13,52€ par action.

8.2.3 Actualisation des flux de trésorerie prévisionnels**Concernant les prévisions considérées**

ALANTRA s'est référé au plan d'affaires communiqué par le management pour la période 2020e-2024e et a exclu les effets de la norme IFRS 16 en réintégrant les charges de loyers dans les flux.

Nous avons réalisé le même retraitement.

De la même façon que l'établissement présentateur, nous avons mis en œuvre la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels en date du 1^{er} janvier 2021.

L'établissement présentateur a actualisé les flux de trésorerie en fin de période, alors que nous avons actualisé les flux à mi-période.

S'agissant des hypothèses de marge normative, nous avons retenu dans la valeur terminale un taux de marge d'EBITDA correspondant à celui observé en 2024e dans le plan d'affaires du management (soit 20,2%). L'établissement présentateur a pour sa part retenu un taux de marge d'EBITDA légèrement inférieur à celui observé en 2024e (20,0%).

Concernant les hypothèses financières

L'établissement présentateur a retenu un taux de croissance à l'infini de 1,5%. Nous retenons pour notre part un taux de croissance à l'infini de 1,75% afin de prendre en compte la dynamique du marché de l'édition de logiciels.

Concernant le taux d'actualisation, nous retenons un coût des fonds propres de 10,8%. L'établissement présentateur a pour sa part calculé séparément un CMPC pour les Etats-Unis (9,7%) et un autre pour l'Europe et le reste du monde (12,0%). Ces CMPC par zone géographique ont ensuite été pondérés en fonction du chiffre d'affaires 2019 de DALET, pour obtenir un CMPC du groupe ressortant à 11,01%.

ALANTRA a retenu un impôt nul sur, l'horizon explicite du plan d'affaires en considérant qu'une partie des déficits reportables était utilisée sur cette période. La part des déficits reportables non consommée sur l'horizon explicite du plan d'affaires a été retenue dans les éléments de passage entre la valeur d'entreprise et la valeur des fonds propres.

Nous avons pour notre part retenu l'impôt sur les sociétés sur l'horizon explicite du plan d'affaires dans la mesure où les économies d'impôts liées aux déficits reportables ont, dans leur totalité, été valorisées séparément. La créance correspondante a été intégrée en diminution de notre dette financière nette ajustée.

Passage de la Valeur d'Entreprise à la Valeur des Fonds Propres

En cohérence avec le plan d'affaires retenu après réintégration des charges de loyers, l'établissement présentateur a, comme nous l'avons fait, retenu une dette financière nette hors incidence de la norme IFRS 16.

Concernant la valeur par action

L'établissement présentateur retient une fourchette de valeurs comprises entre 11,37€ et 12,67€, avec une valeur centrale de 11,99€. Pour notre part, nous retenons une fourchette de 12,11€ à 12,80€, avec une valeur centrale de 12,44€ par action.

8.2.4 Analyse du cours de bourse

L'analyse du cours de bourse menée par l'établissement présentateur n'appelle pas de commentaire particulier de notre part.

8.2.5 Méthode des comparables boursiers

Echantillon sélectionné

L'établissement présentateur a retenu un échantillon principal composé de 7 éditeurs de logiciels pour l'industrie média, dont la capitalisation boursière est comprise entre 117 M€ et 8.684 M€.

L'établissement présentateur présente également à titre indicatif un second échantillon composé de 5 éditeurs de logiciels français mid-cap, mais n'exteriorise aucune valeur sur la base de cet échantillon.

Pour notre part, nous avons retenu un échantillon composé de 5 éditeurs de logiciels *mid-cap* dont la capitalisation boursière se situe entre 51 M€ et 631 M€.

Contrairement à l'établissement présentateur, nous n'avons pas retenu BELDEN et AMDOCS, dans la mesure où nous considérons que ces sociétés ont une taille trop importante en comparaison de celle de DALET (capitalisation boursière supérieure à 2 Mds€). Nous avons également exclu ATEME en raison de l'absence de prévisions sur nos bases de données pour cette société et de l'ancienneté des notes d'analystes disponibles (la dernière note disponible date de juillet 2020). Enfin nous n'avons pas retenu EVS BROADCAST EQUIPMENT ET HARMONIC dans la mesure où nous avons retenu un multiple d'EBITDA et que ces sociétés ne capitalisent pas leurs frais de R&D, contrairement à DALET et aux autres sociétés retenues dans notre échantillon.

Nous avons également intégré dans notre échantillon PROFILE SYSTEMS & SOFTWARE, LINEDATA SERVICES et GK SOFTWARE SE qui ne sont pas retenues par l'établissement présentateur dans son échantillon principal.

Agrégats et multiples retenus

ALANTRA considère qu'aucun des agrégats financiers de la Société ne se prête à l'application de multiples. Les valeurs extériorisées par les multiples de chiffre d'affaires, d'EBITDA et d'EBIT sont présentées à titre indicatif, mais non retenues dans la synthèse des valeurs. Pour notre part, nous retenons comme agrégats de référence les EBITDA 2020e, 2021e et 2022e post IFRS 16, que nous considérons pertinents dès lors que nous nous sommes assurés que les sociétés retenues dans notre échantillon capitalisaient leurs frais de R&D.

Tout comme nous, l'établissement présentateur applique les multiples moyens extériorisés par son échantillon de comparables aux agrégats de la même année issus du plan d'affaires du management.

Passage de la Valeur d'Entreprise à la Valeur des Fonds Propres

En cohérence avec les agrégats utilisés pour la détermination des multiples, lesquels intègrent la norme IFRS 16 ou des normes équivalentes, l'établissement présentateur a, comme nous, retenu une dette financière nette post IFRS 16.

Concernant la valeur par action

L'établissement présentateur ne retient pas les valeurs issues de la mise en œuvre de la méthode des comparables boursiers dans sa synthèse des valeurs, ces dernières n'étant présentées qu'à titre indicatif. Pour notre part, nous présentons une fourchette de valeurs comprises entre 12,25€ et 14,96€. Cette approche par les comparables boursiers nous apparaît cependant limitée par la spécialisation des éditeurs de logiciels concernés, qui leur offre des perspectives différentes en termes de marge et de croissance.

8.2.6 Méthode des transactions comparables

Echantillon sélectionné

L'établissement présentateur a retenu 15 transactions comparables intervenues depuis 2015.

Pour notre part nous avons retenu 6 transactions que nous avons scindées en 2 échantillons distincts afin de prendre en compte l'incidence de l'application de la norme IFRS 16 à partir de 2019 :

- Un premier échantillon regroupant les transactions antérieures à 2019 dont les multiples extériorisés n'intègrent pas les effets de la norme IFRS 16 ;
- Un deuxième échantillon constitué de transactions postérieures à 2019 dont les multiples extériorisés intègrent les effets de la norme IFRS 16.

Agrégats et multiples retenus

Comme pour la méthode des comparables boursiers, ALANTRA considère qu'aucun des agrégats financiers de la Société ne se prête à l'application de multiples. Les valeurs extériorisées par les multiples de chiffre d'affaires, d'EBITDA et d'EBIT sont présentées à titre indicatif, mais non retenues dans la synthèse des valeurs.

Nous avons, pour notre part, appliqué le multiple moyen issu de notre échantillon aux EBITDA 2019a et 2020e de DALET, étant précisé que pour notre premier échantillon (transactions antérieures à 2019) l'EBITDA utilisé s'entend hors IFRS 16, alors que pour le deuxième échantillon (transactions postérieures à 2019) l'EBITDA utilisé intègre IFRS 16.

Passage de la Valeur d'Entreprise à la Valeur des Fonds Propres

L'établissement présentateur a retenu une dette financière nette ajustée post IFRS 16.

En cohérence avec les agrégats utilisés, nous avons retenu pour notre premier échantillon (transactions antérieures à 2019) une dette financière nette ajustée pré IFRS 16 et, pour notre deuxième échantillon (transactions postérieures à 2019), une dette financière nette ajustée post IFRS 16.

Concernant la valeur par action

L'établissement présentateur ne retient pas les valeurs issues de la mise en œuvre de la méthode des transactions comparables dans sa synthèse des valeurs, ces dernières n'étant présentées qu'à titre indicatif.

Nous retenons pour notre part une fourchette de valeurs comprises entre 10,67€ et 13,43€ par action.

8.2.7 Objectifs de cours des analystes

L'établissement présentateur n'a pas retenu la méthode des objectifs de cours des analystes, considérant que le suivi est insuffisant (1 seul analyste), que la couverture est irrégulière et qu'elle semble établie en réaction par rapport à l'évolution du cours de bourse, et non en anticipation.

Pour notre part, nous présentons cette référence à titre indicatif uniquement en raison du suivi très limité dont est objet le titre, puisque seul LOUIS CAPITAL MARKETS publie des objectifs de cours. Les notes publiées ne présentent de plus aucun détail sur les principaux considérants (méthodes d'évaluation, prévisions, taux d'actualisation...) utilisés pour déterminer l'objectif de cours.

Il ressort une valeur par action de 15,0€ sur la base du dernier objectif de cours publié avant l'annonce de l'Offre.

8.2.8 Méthode de l'actif net comptable

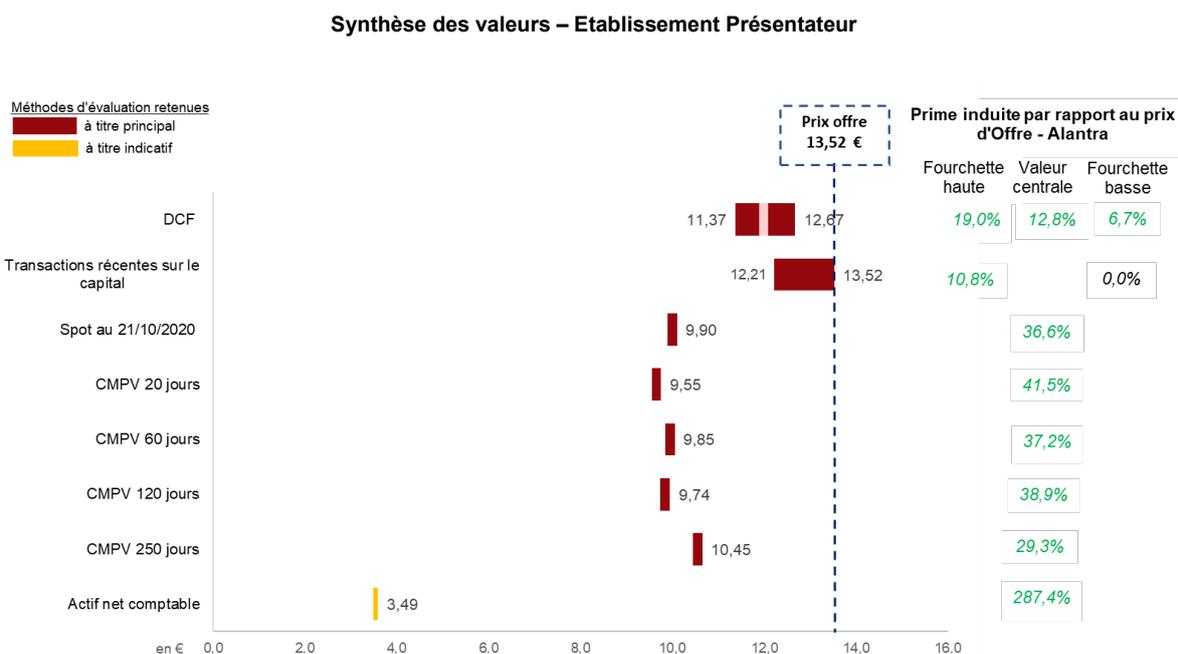
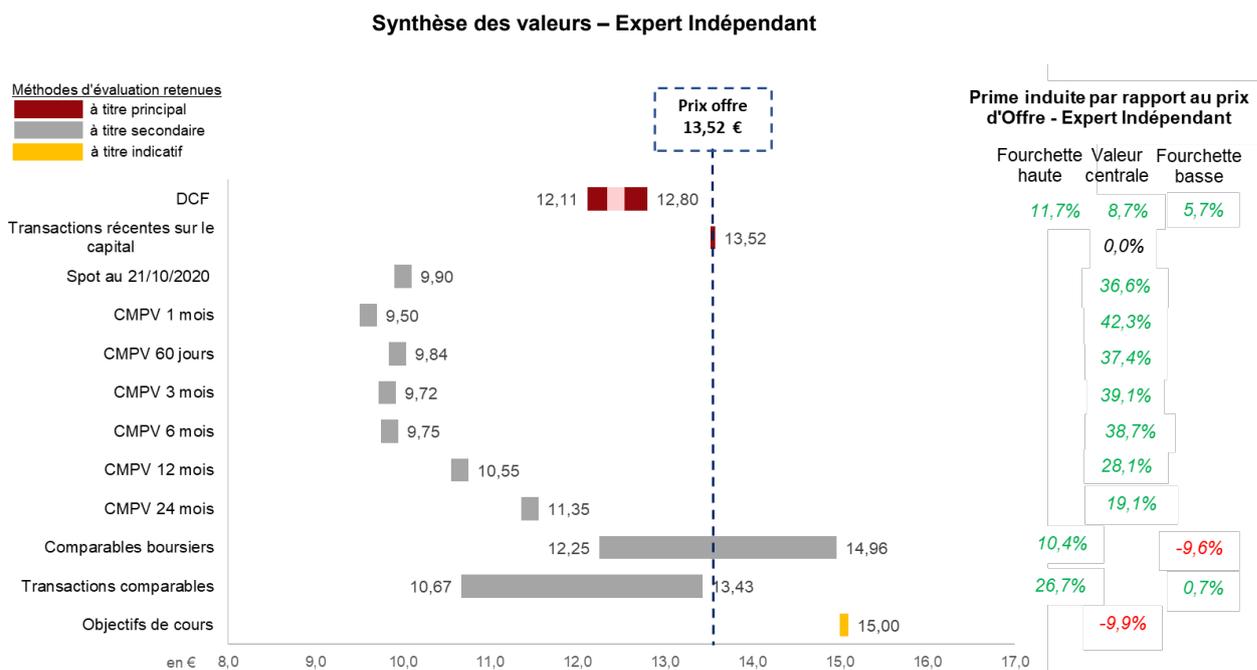
Nous n'avons pas retenu cette méthode dans la mesure où l'actif net comptable n'est généralement pas considéré comme représentatif de la valeur intrinsèque de l'entreprise dans la mesure où il n'intègre pas les perspectives de croissance et de rentabilité positives ou négatives, ni les éventuelles plus-values sur les éléments d'actifs.

ALANTRA retient une valeur par action de 3,49€ sur la base de l'actif net comptable au 30 juin 2020.

9. Synthèse de nos travaux et appréciation sur le caractère équitable du prix de l'Offre

9.1 Synthèse de nos travaux d'évaluation

A l'issue de nos travaux, le prix de l'Offre, soit 13,52€ par action, fait ressortir les primes et décotes suivantes par rapport aux valeurs résultant de nos évaluations selon les méthodes que nous avons jugées pertinentes :



9.2 Attestation sur le caractère équitable du prix de l'Offre

En ce qui concerne l'actionnaire de DALET

La présente Offre Publique d'Achat Simplifiée donne un accès immédiat à la liquidité aux actionnaires minoritaires de DALET qui le souhaitent avec une prime de 36,6% sur le dernier cours de bourse précédant l'annonce et une prime de 37,4% par rapport au cours de bourse moyen des 60 jours précédant l'annonce, étant rappelé que le cours de bourse apparaît peu représentatif en raison d'un flottant et de volumes limités.

Le prix proposé est strictement égal à celui payé dans le cadre de l'acquisition du bloc intervenue le 3 décembre 2020, et portant sur environ 80,7% du capital de la Société. Nous rappelons à ce titre que le Top Management et les membres du conseil d'administration, qui disposent d'un accès complet à l'information concernant la Société et se trouvent par conséquent en position d'apprécier en toute connaissance de cause le prix proposé dans le cadre de la présente opération, ont cédé environ un quart des titres DALET qu'ils détenaient à cette valeur de 13,52€ (le solde des titres qu'ils détenaient ayant été transféré à l'Initiateur par voie d'apport, au même prix de 13,52€).

Le prix d'Offre fait ressortir une prime de 8,7% sur la valeur centrale du DCF et de 5,7% sur la borne haute, sur la base d'un plan d'affaires qui extériorise des taux de marge élevés, jamais atteints par le passé et qui, selon nous, donne la pleine valeur de la société DALET.

Nous observons également que le prix d'Offre fait ressortir des primes sur les bornes basses des comparables boursiers et des transactions comparables.

La borne haute des comparables boursiers se situe au-dessus du prix d'Offre en raison de l'application des multiples 2020e déterminés en janvier 2021 qui, comme indiqué précédemment, se trouvent sensiblement supérieurs à ceux observés en début d'année 2020, avant la survenance de la crise. Il convient donc de considérer cette valeur avec prudence.

La borne haute des transactions comparables se situe quant à elle à un niveau très proche du prix d'Offre, étant précisé que les multiples transactionnels intègrent une prime de contrôle ainsi que, le cas échéant, la valeur estimée des synergies pour l'acquéreur.

En ce qui concerne les accords connexes

L'examen des accords pouvant avoir une influence significative sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre, tels que présentés dans le projet de note d'information, à savoir (i) le Term Sheet, (ii) le Contrat d'Acquisition Principal, (iii) les Contrats d'Acquisition Additionnels, (iv) Le traité d'apport, (v) le pacte d'associés, (vi) les Promesse leavers, et (vii) la convention de mandat social, n'a pas fait apparaître de disposition financière de nature à remettre en cause, selon nous, le caractère équitable de l'Offre d'un point de vue financier.

En conséquence, nous sommes d'avis que le prix d'Offre de 13,52€ par action est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de DALET.

Nous sommes d'avis que ce prix d'Offre de 13,52€ par action est équitable d'un point de vue financier dans l'hypothèse où la procédure de Retrait Obligatoire serait mise en œuvre à l'issue de la présente Offre.

Fait à Paris, le 29 janvier 2021

FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER



Errick UZZAN



Olivier PERONNET

PJ : Annexe unique

10. Annexe unique

La présente annexe constitue la synthèse des termes de notre lettre de mission.

Présentation du cabinet FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER

L'activité de FINEXSI EXPERT ET CONSEIL FINANCIER (FINEXSI) s'inscrit dans le cadre des métiers réglementés par l'Ordre des Experts Comptables et la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes. Elle regroupe principalement les activités suivantes :

- Commissariat aux comptes ;
- Acquisitions et cessions d'entreprises ;
- Apports et fusions ;
- Evaluation et expertise indépendante ;
- Assistance dans le cadre de litiges.

Pour mener à bien ces missions, le cabinet emploie des collaborateurs, dont l'essentiel a un niveau d'expérience et d'expertise élevé dans chacune de ces spécialités.

Le cabinet FINEXSI est indépendant, et n'appartient à aucun groupe ou réseau.

Liste des missions d'expertises indépendantes réalisées par le cabinet FINEXSI au cours des 18 derniers mois

Date	Cible	Initiateur	Banque(s) présentatrice(s)	Opération
sept.-19	Latecoere	Searchlight	JP Morgan, Natixis	Offre Publique d'Achat suivie d'un Retrait Obligatoire
oct.-19	Altran	Capgemini	BNPP, Crédit Agricole CIB, HSBC, Lazard	Offre Publique d'Achat
oct.-19	Groupe Flo	Bertrand	Rothschild, Portzamparc	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire
mars-20	April	Andromedia Investissements	Deutsche Bank, Lazard, Natixis	Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire
juil.-20	Antalis	KPP	Oddo BHF	Offre Publique d'Achat Simplifiée
juil.-20	Solocal Group	N/A	N/A	Augmentation de capital réservée aux créanciers
juil.-20	Technicolor	N/A	N/A	Augmentation de capital avec maintien du droit Préférentiel de Souscription et augmentation de capital réservée à certains créanciers
sept.-20	Devoteam	Castillon	Crédit Agricole CIB	Offre Publique d'Achat
oct.-20	Sodifrance	Sopra Steria	Bryan Garnier & Co	Offre Publique d'Achat simplifiée suivie d'un retrait obligatoire
déc.-20	Europcar	N/A	N/A	Projet de restructuration financière

Adhésion à une association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers

FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER adhère à l'APEI (Association Professionnelle des Experts Indépendants), association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers en application de l'article 263-1 de son Règlement Général.

Par ailleurs, FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER applique des procédures visant à protéger l'indépendance du cabinet, éviter les situations de conflits d'intérêts et contrôler, sur chaque mission, la qualité des travaux réalisés et des rapports avant leur émission.

Montant de la rémunération perçue et nombre d'heures

Notre rémunération pour cette mission s'élève à 87 K€, hors taxes, frais et débours.

Les temps effectivement consacrés à cette mission sont de l'ordre de 460 heures.

Description des diligences effectuées et programme de travail

Le programme de travail détaillé suivant a été mis en œuvre :

- 1 - Prise de connaissance de l'opération et acceptation de la mission
- 2 - Identification des risques et orientation de la mission
- 3 - Collecte des informations et des données nécessaires à la mission
 - Prise de connaissance des notes d'analyse sectorielle et des notes d'analyse sur les comparables de la Société
- 4 - Appréciation du contexte spécifique de l'Offre
 - Echanges avec le management de la Société
 - Echanges avec les conseils de la Société
 - Echanges avec l'établissement présentateur
- 5 - Analyse de l'opération et de la documentation juridique liée (notamment celle relative aux accords connexes)
- 6 - Prise de connaissance de la documentation comptable et financière de la Société
- 7 - Analyse du cours de bourse de DALET
 - Analyse de l'évolution du cours et de la volatilité
 - Analyse du flottant et de la liquidité

- 8 -** Revue du plan d'affaires du management de la Société
- 9 -** Mise en œuvre d'une valorisation par la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs et réalisation d'analyses de sensibilité
- 10 -** Analyse des transactions récentes intervenues sur le capital de la Société
- 11 -** Mise en œuvre des méthodes analogiques
 - Comparables boursiers
 - Transactions comparables
- 12 -** Mise en œuvre des méthodes fondées sur les données de marché :
 - Cours spot et cours moyens pondérés par les volumes
 - Objectifs de cours des analystes
- 13 -** Analyse du projet de note d'information et du projet de note en réponse
- 14 -** Obtention des lettres d'affirmation du représentant de la Société cible et de l'initiateur
- 15 -** Revue indépendante
- 16 -** Rédaction du rapport.

Calendrier de l'étude

26 octobre 2020	Désignation de FINEXSI en qualité d'Expert Indépendant par le Conseil d'administration de DALET
Novembre 2020	Collecte de l'information publique disponible Identification et collecte de données sur les comparables boursiers et transactionnels à partir de nos bases de données financières CAPITAL IQ, MERGERMARKET, et EPSILON notamment
17 novembre 2020	Conférence téléphonique avec KING & SPALDING
24 novembre 2020	Conférence téléphonique avec le management portant notamment sur le plan d'affaires, la stratégie et l'environnement économique
24 novembre 2020	Conférence téléphonique avec l'établissement présentateur
26 novembre 2020	Conférence téléphonique avec l'établissement présentateur
27 novembre 2020	Conférence téléphonique avec KING & SPALDING
Novembre 2020	Mise en œuvre de l'évaluation multicritères des actions DALET
Novembre/décembre 2020	Rédaction du rapport d'évaluation
4 décembre 2020	Conférence téléphonique avec l'établissement présentateur
7 décembre 2020	Conférence téléphonique avec KING & SPALDING
6 janvier 2021	Conférence téléphonique avec l'établissement présentateur
12 janvier 2021	Conférence téléphonique avec le management portant notamment sur l'atterrissage 2020
Semaines du 11 et du 18 janvier 2021	Mise à jour de nos travaux d'évaluation sur la base de l'atterrissage au 31 décembre 2020
19 janvier 2021	Conférence téléphonique avec le directeur financier de DALET
20 janvier 2021	Conférence téléphonique avec KING & SPALDING
26 et 27 janvier 2021	Revue indépendante du rapport du cabinet FINEXSI
27 janvier 2021	Conférence téléphonique avec KING & SPALDING
29 janvier 2021	Remise du rapport d'évaluation

Liste des personnes rencontrées ou contactéesDALET

- Monsieur David LASRY, Président Directeur Général
- Monsieur Nicolas BREUGNON, Directeur Administratif et Financier

ALANTRA, Banque conseil de DALET

- Monsieur David KIEFFER, M&A Vice President
- Monsieur Romain CASTEX, M&A Associate

KING & SPALDING, cabinet d'avocats conseil de la Société

- Maître Laurent BENSAID, Partner
- Maître Agnieszka OPALACH, Counsel
- Maître Véronique GEDEON, Senior Associate
- Maître Julien VICARIOT, Associate

Sources d'information utiliséesPrincipales informations communiquées par les différentes parties prenantes

- Budget 2020 et sa mise à jour
- Plan d'affaires 2020-2024
- PV des CA tenus de 2018 à 2020
- Rapport d'évaluation de DALET de la Banque Présentatrice ALANTRA
- Documentation juridique relative à l'acquisition du bloc de contrôle (Put Option agreement, Term Sheet, SPA, contrat d'acquisition principal, contrats d'acquisition additionnels, traité d'apport)
- Pacte d'associés de DALET HOLDING
- Projet de note d'information et de note en réponse
- Lettres d'affirmation de la Société, de Monsieur David LASRY et de l'Initiateur

Nous avons reçu, en temps utiles, tous les documents et informations nécessaires à l'accomplissement de notre mission.

Informations de marché

- Document de référence 2017, rapports financiers annuels 2018 et 2019, et rapports financiers semestriels 2018, 2019 et 2020
- Communication financière de DALET sur les exercices 2017 à 2020
- Cours de bourse, comparables boursiers, transactions comparables, consensus de marché : CAPITAL IQ, MERGERMARKET et EPSILON
- Données de marchés (taux sans risque, prime de risque, bêta...) : CAPITAL IQ, ASSOCIES EN FINANCE, BANQUE DE FRANCE
- Autres : XERFI

Personnel associé à la réalisation de la mission

Les signataires, Messieurs Olivier PERONNET (Associé, 35 années d'expérience) et Errick UZZAN (Associé, 20 années d'expérience), ont été assistés de Messieurs Maxime ROGEON (Senior manager, 11 années d'expérience) et Charles BOURRAS (Superviseur), ainsi que de Madame Louise POIREL (Superviseur) et de Monsieur Ernst POKOSSY (Analyste).

La revue indépendante a été effectuée par Monsieur Jean-Marc BRICHET, Associé du cabinet, qui n'a pas participé aux travaux d'évaluation.

Il a été désigné au début de la mission et tenu informé des points d'attention ou difficultés identifiés au cours de la mission jusqu'à la sortie du rapport. Son rôle est de s'assurer du respect de la qualité des travaux et des bonnes pratiques en matière d'évaluation. Ses diligences ont principalement consisté en :

- La revue de la procédure d'acceptation de la mission et de l'évaluation de l'indépendance du cabinet ;
- La revue des travaux d'évaluation mis en œuvre par l'équipe et des conclusions issues de ces travaux ;
- La revue des documents permettant le fondement de l'opinion des associés signataires et l'appréciation du format et de la conclusion du rapport.

Ses travaux ont fait l'objet d'une formalisation écrite et d'échanges avec les associés signataires.

Lettre de mission FINEXSI

FINEXSI
14, rue de Bassano
75116 PARIS

Paris, le 23 novembre 2020

A l'attention de Messieurs Olivier PERONNET et Errick UZZAN

Messieurs,

DALET est un groupe international leader dans le secteur des logiciels, services et solutions spécialisés pour la gestion des contenus médias dont l'objectif est de permettre aux organisations de toute taille de créer, gérer et distribuer leurs contenus plus rapidement et plus efficacement.

La société DALET est cotée sur le compartiment C d'Euronext Paris depuis 2000.

LONG PATH PARTNERS est un fonds d'investissement Britannique qui détient depuis le 18 juillet 2019 détient environ 10% du capital et 7,33% des droits de vote de la société DALET.

Le 22 octobre 2020, la société DALET a annoncé l'entrée en négociations exclusives de LONG PATH PARTNERS avec l'équipe de direction de DALET SA et certains de ses actionnaires historiques (en ce compris notamment WINDCREST PARTNERS LP, HINSDALE LLC, SOJE FUND LP et Monsieur John J. PINTO) en vue d'acquérir, par voie de cession et d'apport, au travers d'un véhicule dédié, un bloc de 3.212.399 actions DALET (ci-après « le Bloc de Contrôle »), représentant environ 80,7% du capital et 84,5% des droits de vote de la Société, à un prix de 13,52 euros par action.

A la suite de l'acquisition de ce Bloc de Contrôle, et conformément à la réglementation applicable, Il est envisagé le lancement par LONG PATH PARTNERS d'une offre publique (ci-après « l'Offre ») sur le solde des actions DALET non encore détenues, au prix unitaire de 13,52€ laquelle sera éventuellement suivie d'un retrait obligatoire.

Dans ce cadre, le Conseil d'administration de DALET du 26 octobre 2020 a désigné le cabinet FINEXSI en qualité d'Expert Indépendant afin de se prononcer sur les conditions financières de l'Offre, laquelle sera éventuellement suivie d'un retrait obligatoire, et son caractère équitable pour les actionnaires de DALET.

La composition du Conseil d'administration n'ayant pas permis la constitution d'un comité ad hoc composé d'au moins trois membres et comportant une majorité de membres indépendants comme requis par l'article 261-1 III du Règlement Général de l'AMF, la désignation du cabinet FINEXSI a été soumise à l'AMF conformément à l'article 261-1-1 I du Règlement Général de l'AMF et de l'article 2 de l'instruction DOC-2006-08 modifié le 10 février 2020. Le collège de l'AMF a agréé cette désignation le 10 novembre 2020.

Objectifs et cadre réglementaire de votre mission

Votre mission consistera en la remise d'un rapport d'expertise indépendante, qui comprendra en conclusion une attestation d'équité sur les conditions financières de l'Offre et répondant aux dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF, des instructions d'application n°2006-07 et n°2006-08 relatives respectivement aux offres publiques d'acquisition et à l'expertise indépendante, ainsi que la recommandation AMF n°2006-15 relative à l'expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières (la « Mission »).

Cette expertise indépendante vise à apprécier le prix des titres de DALET qui sera proposé aux actionnaires minoritaires et à vous prononcer sur l'équité des conditions financières de l'offre. Il devra permettre au conseil d'administration de la Société d'apprécier les conditions financières de l'offre afin de rendre un avis motivé.

Plus précisément, votre intervention est requise au titre des dispositions suivantes de l'article 261-1 du règlement général de l'AMF :

- Du fait que la société DALET est déjà contrôlée au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce, avant le lancement de l'Offre par l'Initiateur (article 261-1 I 1°) ;
- Du fait que les dirigeants de la Société ont conclu un accord de cession et/ou d'apport de leurs titres DALET avec l'initiateur de l'Offre (article 261-1 I 2°) ;
- De l'existence d'accords connexes à l'Offre (article 261-1 I 4°) ;
- De l'éventuelle mise en œuvre d'un retrait obligatoire à l'issue de l'Offre (article 261-1 II).

Calendrier envisagé de l'opération

Votre mission s'inscrira dans le calendrier suivant :

Novembre 2020	Début de la Mission
10 décembre 2020	Date envisagée pour le dépôt par l'initiateur de la note d'information
9 décembre 2020	Remise de votre rapport
10 décembre 2020	Conseil d'Administration de Dalet pour émettre son avis motivé sur le projet d'offre
10 décembre 2020	Dépôt du projet de note en réponse
6 janvier 2020	Collège de l'AMF

Nous avons compris de nos échanges que vous disposiez des ressources nécessaires pour accomplir cette mission dans les délais impartis, étant précisé que l'article 262-1 II du Règlement général de l'AMF prévoit qu'une fois désigné, l'expert doit disposer d'un délai suffisant pour élaborer son rapport en fonction de la complexité de l'opération et de la qualité de l'information mise à sa disposition et que ce délai ne peut être inférieur à vingt jours de négociation.

Ce délai minimum s'entend à compter de la réception de l'ensemble de la documentation nécessaire à l'élaboration de votre rapport. Le calendrier prévu est conforme à ce délai.

Diligences à effectuer

Les diligences qui seront mises en œuvre par Finexsi dans le cadre de la Mission comprendront notamment, conformément aux dispositions du règlement général de l'AMF susvisé et de son instruction d'application n°2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante, elle-même complétée des recommandations de l'AMF en date du 28 septembre 2006, modifiées les 19 octobre 2006, 27 juillet 2010 et 10 février 2020 :

- Des entretiens réguliers avec le management et les organes de gouvernance de la Société ;
- La détermination et la mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritères de la Société (analyse du cours de bourse, DCF, comparables boursiers, transactions comparables, objectifs de cours des analystes, transactions récentes sur le capital de la Société...);
- L'analyse critique du rapport d'évaluation préparé par l'établissement présentateur de l'Offre ;
- L'examen de l'incidence des accords et opérations connexes sur l'appréciation des termes de l'Offre, conformément aux alinéas 2 et 4 de l'article 261-1 I du règlement général précité ;
- L'établissement d'un rapport dont la conclusion sera présentée sous forme d'une attestation d'équité ;

- La gestion des potentiels échanges que vous pourriez avoir avec les actionnaires minoritaires et l'AMF.

Conflit d'intérêt

Sur la base des informations portées à notre connaissance, nous comprenons que le cabinet FINEXSI, ainsi que ses associés sont indépendants au sens des articles 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF et ne se trouvent notamment dans aucun des cas de conflit d'intérêts visés à l'article 1 de l'instruction AMF 2006-08 relative à l'expertise indépendante.

Nous vous remercions, pour la bonne forme, de nous communiquer votre accord sur les termes de la présente par retour du double visé.

Veuillez agréer, Messieurs, l'expression de nos salutations distinguées.



David LASRY

Président - Directeur général