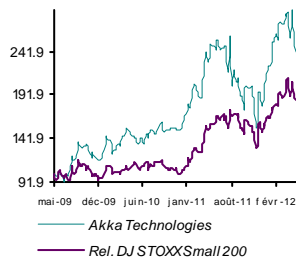


ETUDE MIDCAPS

RECHERCHE ACTIONS

23 mai 2012



Source : Natixis

Cours	21/05/2012	20,30 €
Objectif		33,00 €
Potentiel		62,6%

Performance	1 m	12 m	01/01
Absolu	-13,2%	-2,5%	25,5%
Secteur	-8,1%	-19,9%	-1,3%
DJS Small200	-7,1%	-16,9%	2,5%

Extrêmes 12 mois	25,08 € / 13,01 €
CAC MidSmall	5829,0
DJS Small200	154,9

Capitalisation boursière	251,1 M€
Flottant	35,8%
Famille Ricci	51,8%
Volume Jour	281 k€

Analyste(s)

Richard Beaudoux	(33 1) 58 55 03 48
richard.beaudoux@natixis.com	
Gwénaél Giard	(33 1) 58 55 04 96
gwenael.giard@natixis.com	
Thomas Le Quang, CFA	(33 1) 58 55 37 62
thomas.lequang@natixis.com	

Equity Markets	equity.natixis.com
Accès Bloomberg	NXSE

Ce document est distribué aux Etats-Unis. Merci de lire attentivement l'avertissement en fin de document.

Services informatiques

Akka Technologies

AKA.PA / AKA@FP

France
Acheter

La concurrence n'Akka bien se tenir !

- **Nous initions la couverture d'Akka avec une opinion Acheter et un objectif de cours de 33 €** (moyenne d'un DCF à 36 € et de comparables boursiers à 29 €).
- Akka est une belle histoire qu'il est encore temps de jouer : 1/ **sa taille va lui permettre de profiter du resserrement des short lists de prestataires**, initié par les donneurs d'ordre français, **et de capter des parts de marché auprès des grands comptes à l'international** ; 2/ **le groupe a de grandes chances de réussir le redressement de MBtech**, acheté en 2012 (bon track record du management, cf. les rachats de Coframi en 2007 et Ekis en 2009) ; 3/ **son développement sera important en Allemagne**, le plus grand bassin industriel d'Europe (potentiel de diversifications clients dans l'automobile et sectorielles notamment dans l'aéronautique) ; 4/ **le groupe dispose de solides fondamentaux**, avec une croissance organique de son CA et une MOP supérieures à la moyenne du secteur. **Sur 2011/2014e, le BPA d'Akka devait croître en moyenne de 25%.**
- **Fin 2011, Akka a annoncé deux acquisitions qui modifient profondément la physionomie du groupe.** En doublant quasiment ses ventes (CA pro forma de ~915 M€, plus de 10 000 personnes), il passe d'un statut d'acteur français généraliste de taille moyenne à celui de spécialiste européen incontournable dans la R&D externalisée. Surtout, il affiche un meilleur mix géographique du CA (51% France / 49% international en pro forma vs 85/15% avant) et il est moins dépendant des activités risquées (seulement 12% du CA vs 37% en moyenne pour ses pairs).
- La première (Aeroconseil, spécialiste français de l'aéronautique, CA de 100 M€ et MOP de 10%) apporte de la visibilité en termes de CA et est immédiatement relative et la seconde (65% de MBtech, ingénieur allemand spécialisé dans l'automobile, CA de 370 M€ dont ~90% avec Daimler, et MOP de 2,5%) offre une garantie d'activité pendant 5 ans et un potentiel de redressement des marges.
- Ces hypothèses reposent sur un scénario pourtant prudent sur le secteur. Après un fort rebond en 2010, le marché de la R&D externalisée pourrait pâtir du contexte économique : même si le T1 12 est rassurant, la visibilité reste réduite en France. Dans ce contexte, **Akka devrait surperformer ses pairs** grâce à la baisse du poids de la France (51% du CA pro forma, marché mature) au profit de l'Allemagne (38% du CA, pays qui favorise fortement la R&D sur son territoire).

Clôture au 31/12	Chiffre d'affaires (M€)	RNpg publié (M€)	BPA corrigé (€)	Var. BPA (%)	PE (x)	VE/REX (x)	P/CF (x)	Rdt Net (%)
2011	474,1	26,9	2,30	0,2	-	-	-	-
2012e	861,9	37,3	3,02	31,1	6,7	4,7	5,5	3,4
2013e	1 016,6	47,7	3,85	27,7	5,3	3,2	4,2	3,4
2014e	1 077,7	55,2	4,45	15,7	4,6	2,3	3,6	3,4

EQUITY MARKETS

Sommaire

Résumé – Conclusion	7
1. Une nouvelle dimension sous-valorisée	8
Valorisation par les comparables boursiers : 29 €	8
Valorisation par DCF : 36 €	9
Un changement de dimension encore sous-valorisé	11
2. Un positionnement différenciant	13
Né du regroupement de sociétés dans l'automobile	13
Changeant de dimension en 2012	14
Acquisition de 100% d'Aeroconseil : un tremplin pour l'aéronautique	14
Acquisition de 65% de MBtech : un pas important dans l'automobile en Allemagne	14
Couvrant l'ensemble du cycle de vie d'un projet	15
Un spécialiste automobile et aéronautique	16
Au profil moins risqué que ses pairs	18
3. Un marché qui sera très discriminant	19
Un marché français attendu à +1,1% en 2012	19
Prise de pouls dans les différents secteurs	21
Automobile (47% du CA pro forma) : difficile en France, porteur en Allemagne	21
Aéronautique/Spatial (26% du CA pro forma) : résilient et en développement	22
Ferroviaire (4% du CA pro forma) : peu significatif mais dynamique	23
Energie (4% du CA pro forma) : bonne visibilité et bien margée	23
Secteur public/Défense (3% du CA pro forma) : pas de redémarrage prévu	23
Télécoms (2% du CA pro forma) : secteur difficile mais peu significatif	23
Les petits acteurs disparaîtront progressivement	24
4. Taillé pour surperformer le marché	26
Rebond confirmé en 2011	26
2012 : un remake de 2009 ?	29
L'effet de levier des acquisitions	30
Eléments financiers	33

Natixis Nutshell Akka Technologies Acheter

Cours	21/05/2012	20,30 €	Objectif de cours	33,00 €
Capitalisation		251,1 M€	PE 2012	6,7x
Dette nette 2012		38,7 M€	VE/EBIT 2012	4,7x
Chiffre d'affaires 2012		861,9 M€	TMVA BPA 2011/2014	24,6%

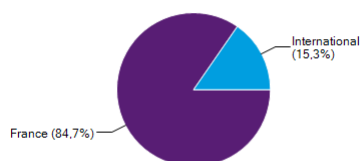
Profil

- **Métier(s) de la société** : présent sur le marché de l'ingénierie et du conseil en technologies.
- **Marché (s) principal (aux) et état de consolidation** : marché très atomisé (une dizaine d'acteurs principaux). Le marché de la R&D externalisée devrait croître de 1,1% en France en 2012 (source : Syntec).
- **Positionnement concurrentiel** : historiquement spécialisé dans la mécanique, il est désormais présent dans l'électronique, les systèmes embarqués et l'informatique industrielle. Depuis les acquisitions d'Aeroconseil et MBtech, il est passé d'un statut d'acteur généraliste à celui de spécialiste européen dans l'automobile et l'aéronautique.
- **Axe stratégique** : croissance interne en France et en Allemagne, puis développer le reste de l'Europe, et enfin la Chine. Le but est de baisser sa dépendance à la France (mature) et profiter du levier sur le taux d'externalisation du reste de l'Europe.

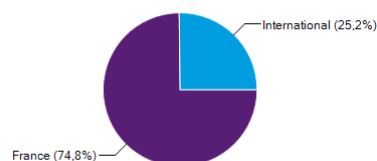
5 forces de Porter

Fournisseurs	Barrières à l'entrée	Clients
<ul style="list-style-type: none"> - Akka est un gros intégrateur de jeunes diplômés (essentiellement des postes d'ingénieurs). Actuellement, la pénurie d'ingénieurs refait surface. - Comme ses pairs, Akka a tendance à avoir davantage recours à la sous-traitance (environ 8% des effectifs vs 4/5% avant). Il peut ainsi mieux faire face à la forte demande mais cela pèse quelque peu sur sa rentabilité. - La nouvelle taille du groupe (plus de 10 000 ingénieurs) et sa maîtrise des projets au forfait lui permettent de piloter des projets et de maintenir de hauts niveaux de marge. - Possibilité de joint-venture à l'international, pour profiter des complémentarités d'expertises et répondre à davantage d'appels d'offre. 	<ul style="list-style-type: none"> - Akka se différencie par son offre à forte VA, sur l'ensemble de la chaîne de valeur, et sa spécialisation sur l'automobile et l'aéronautique. Clés de succès : maîtrise des coûts, capacité à monitorer l'activité. - Principale barrière : réduction du nombre d'acteurs référencés. 	<ul style="list-style-type: none"> - Dans la R&D externalisée, ce ne sont pas les volumes qui manquent mais les prix qui ont tendance à rester bas. Le pouvoir de négociation est du côté client. - Les tarifs devraient progresser cette année, en raison d'une demande soutenue à l'international. - La R&D externalisée sert de variable d'ajustement. En sortie de crise, ce marché connaît un fort rebond. - La politique de référencement clients génère de nouvelles exigences. La taille d'Akka et le renforcement de sa direction de projets structurés lui permettent de répondre à ces besoins. Son leadership sera donc renforcé. - 5 premiers clients = un peu plus de 65% du CA pro forma. - Désormais, en pro forma, Daimler est son 1er client (35% du CA), suivi directement par EADS (18%).
	Intensité de la concurrence	
	<ul style="list-style-type: none"> - Marché atomisé (le top 10=47% de PdM). - Resserrement des short-lists (augmentation des projets pour les prestataires de rang 1) qui conduit à la disparition des petits acteurs. - En concurrence avec des SSII sur la partie Akka I&S. 	
	Produits/Services de substitution	
	<ul style="list-style-type: none"> - Equipe de R&D interne. - Main-d'œuvre venant des pays à bas coûts (Inde, Chine, Tunisie, Maroc, Roumanie). 	

Chiffre d'affaires 11



ROP courant 11



Investment case

Thèse

- La taille d'Akka va lui permettre de profiter du resserrement des short lists de prestataires, initié par les donneurs d'ordre français, et de capter des parts de marché auprès des grands comptes à l'international.
- Le groupe a des grandes chances de réussir le redressement de MBtech (bon track record du management).
- Son développement sera important en Allemagne (diversifications clients dans l'automobile et sectorielle, dont l'aéronautique).
- Le groupe dispose de solides fondamentaux, avec une croissance organique de son CA et une MOP supérieures à la moyenne du secteur.

Triggers

- Croissance organique en France via des prises de parts de marché (taille critique et réduction de la short list de prestataires).
- Croissance organique en Allemagne via la diversification clients automobile, et la diversification sectorielle vers l'aéronautique.

Risques sur notre scénario

- Décalage ou gel des dépenses de R&D dans un secteur, pression sur les prix plus importante qu'anticipée, difficultés dans le secteur automobile en Allemagne, mauvaise intégration d'Aeroconseil et de MBtech, fin de la tendance vers l'externalisation.

Guidance

- 02/04/2012 - Guidance pro forma : CA d'environ 900 M€ et MOP courante d'environ 6%

Consensus (FactSet) et Momentum

En M€	2012	Natixis vs consensus	2013	Natixis vs consensus	2014	Natixis vs consensus
CA	839	2,8%	981	3,6%	1 021	5,6%
EBIT	63	-1,0%	79	-2,5%	87	0,0%
BPA (€)	2,89	4,5%	3,68	4,6%	4,27	4,2%

Chgt sur 3 mois estim. de BPA du consensus		Modification des objectifs de cours sur les 3 derniers mois	Objectif de cours (€)	
2012	2013		Consensus	Natixis
-0,69%	2,51%	12,00%	28,00	33,00

Autres supports d'investissement cotés

Aucun.

Actionnariat

	Actions	Votes
Famille Ricci	51,8%	64,4%
Dirigeants et salariés	6,2%	5,9%
Ideactive Events	5,5%	7,0%
Autodétention	0,7%	0,0%
Flottant	35,8%	22,7%

Questions au management

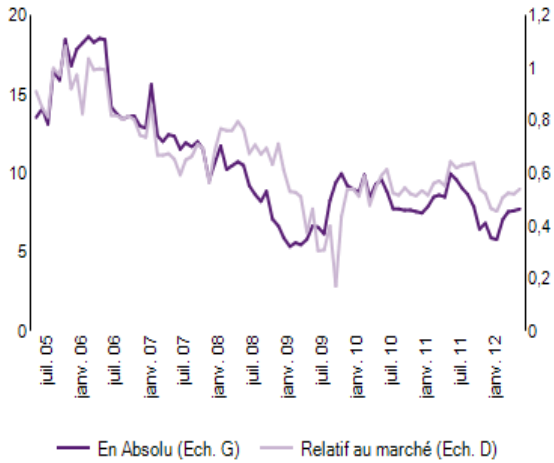
- Comment Akka se différencie des autres sociétés de R&D externalisée ?
- Le groupe n'est-il pas confronté à une pression sur les prix structurelle venant des petits acteurs ?
- Pourquoi n'existe-t-il pas de véritable modèle offshore dans la R&D externalisée ?

Principales sensibilités

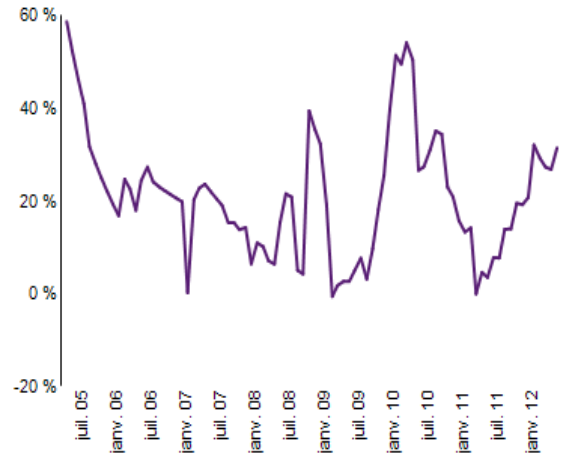
- Variation du PIB (<1%, le secteur des L&SI entre en récession).
- Arrêt/décalage des investissements.

Valorisation historique, 12 mois glissants

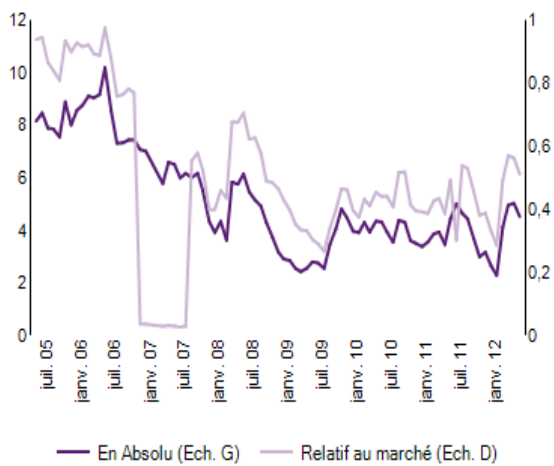
PE absolu et relatif (x)



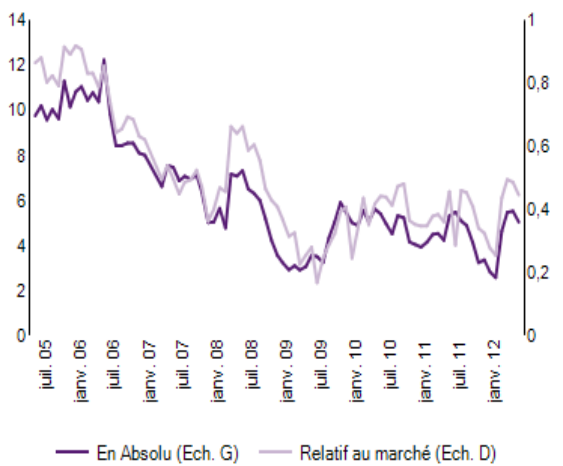
Variation des attentes de BPA 12 mois (%)



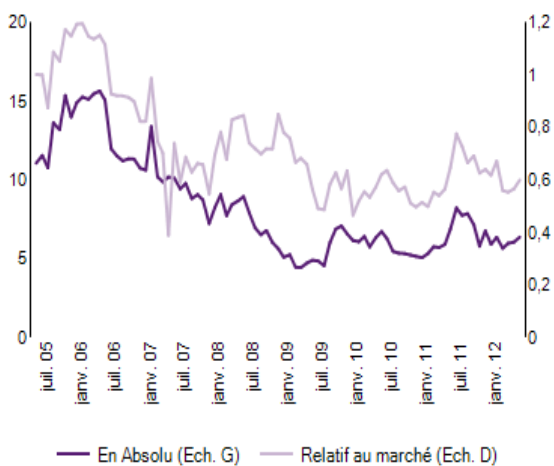
VE/EBITDA absolu et relatif (x)



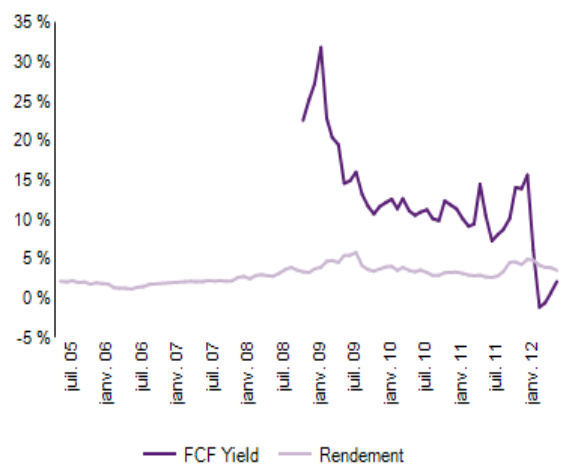
VE/EBIT absolu et relatif (x)



P/CF absolu et relatif (x)



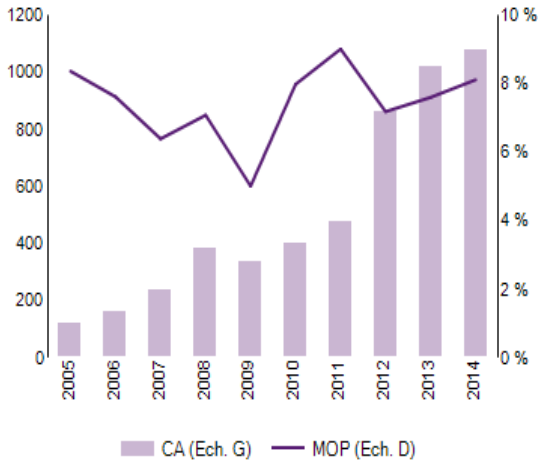
FCF Yield (%) et Rendement net (%)



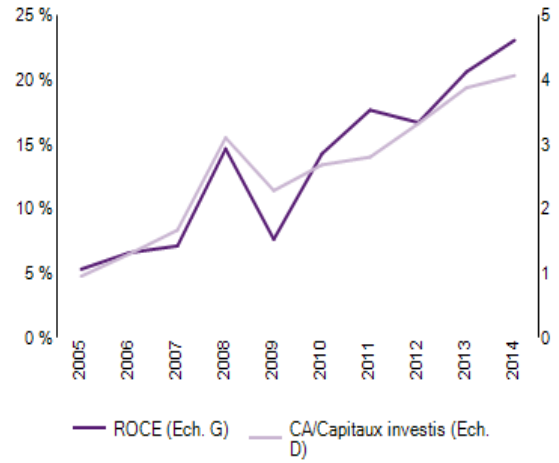
Source : FactSet

Ratios financiers

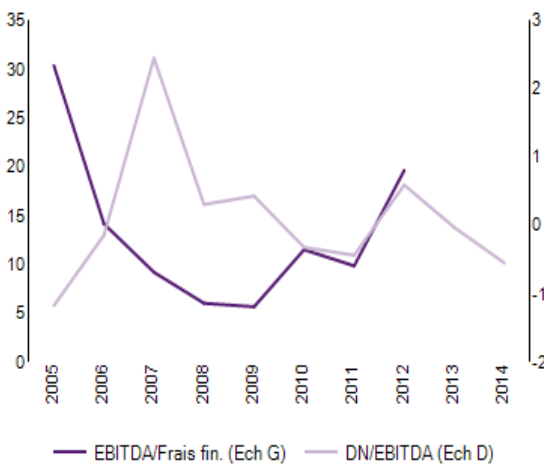
CA (M€) et MOP (%)



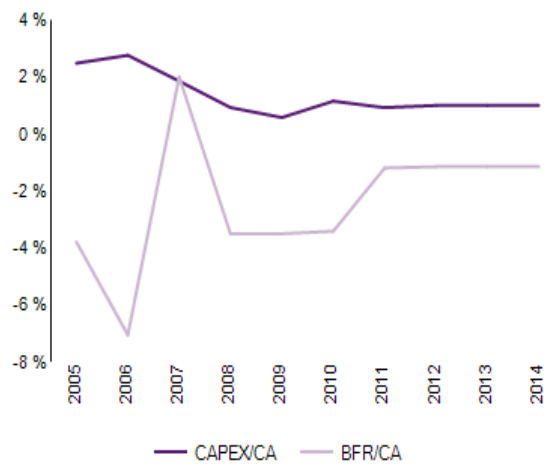
ROCE (%) et CA/Capitaux Investis (x)



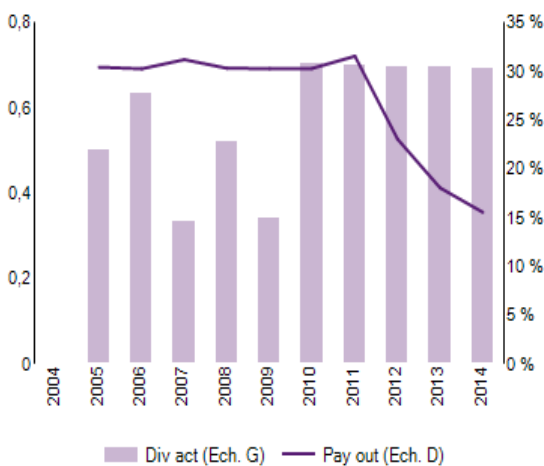
EBITDA/Frais Financiers (x) et DN/EBITDA (x)



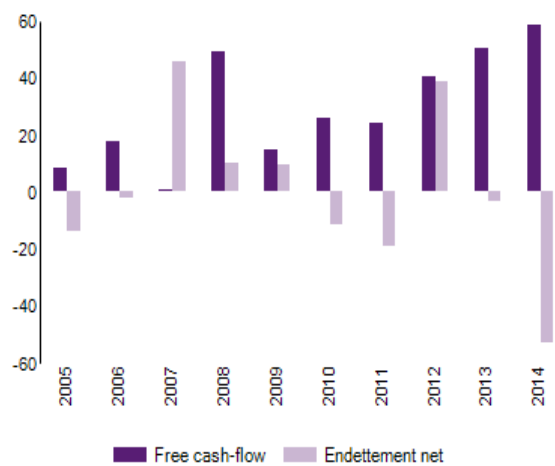
Capex/CA (%) et BFR/CA (%)



Dividende par action (€) et taux de distribution (%)



Free cash-flow et endettement net (M€)



Source : Natixis

Résumé – Conclusion

Depuis 2005, le marché de l'ingénierie et du conseil en technologie a enregistré une croissance comprise entre 5% et 7% en France, et entre 8% et 10% dans le reste de l'Europe. Après une année 2009 en fort retrait (-7%), pénalisée principalement par l'automobile, le marché est reparti à la hausse en 2010 (+2,5%) avec un point d'inflexion en mars. Depuis, l'activité a poursuivi sur une bonne tendance (+7% en 2011) via un taux d'utilisation du secteur satisfaisant. Toutefois, le contexte économique s'est durci depuis la rentrée de septembre dernier et la prudence est de mise en 2012, notamment en France qui est un marché mature (taux d'externalisation élevé). En effet, les clients français cherchent de plus en plus à réaliser des gains de productivité, ce qui passera par une baisse des tarifs, une réduction du nombre de prestataires en ingénierie, une accélération de la migration des activités en workpackage, une délocalisation des études sur le bas du cycle de développement... **S'il n'y a pas eu de rupture brutale de l'activité, il faut tout de même s'attendre à un ralentissement du marché français cette année** (baisse des volumes sur les budgets d'investissement en R&D) avec pour leitmotiv la rationalisation du panel fournisseurs.

Dans ce contexte, **Akka offre une alternative intéressante par rapport à ses pairs**. Grâce à ses 2 dernières acquisitions, **il double de taille** (de 474 M€ à près de 915 M€ en pro forma avec un effectif de plus de 10 000 personnes) **et devrait afficher, sur 2011/2014, une croissance du CA moyenne de 5,8% à pcc** (vs +4,3% pour ses pairs) **avec une progression des BPA de 25% en moyenne sur cette période** (vs +7,8%). Enfin, **la baisse du poids de ses activités françaises au profit de l'Allemagne arrive à point nommé** (via le rachat de MBtech). L'Europe hors France a un faible taux d'externalisation et offre donc davantage de potentiel. C'est le cas de l'Allemagne qui a fait le choix de maintenir une activité de R&D très active sur son territoire national. Ces prochaines années, le taux d'externalisation allemand (11%) devrait rejoindre celui de la France (27%).

L'Allemagne jouera le rôle de relais de croissance et l'effet de levier opérationnel viendra du redressement de MBtech : 1/ porter la MOP de 2,5% au niveau de celle d'Akka (9%), voire même le dépasser (bon track record du management, cf. Coframi en 2007 et Ekis en 2009) ; 2/ conquérir de nouveaux comptes automobiles pour réduire la dépendance à Daimler (diversification clients) ; 3/ réussir sa diversification sectorielle (transferts d'ingénieurs de l'automobile vers l'aéronautique) via le développement du compte EADS en Allemagne (synergies entre Aeroconseil et MBtech).

Le groupe Akka est un leader dans l'aéronautique, a un bon positionnement dans l'automobile, le ferroviaire, est peu présent dans les télécoms et absent de la banque. Il est en train de passer **d'un statut d'acteur généraliste à celui de spécialiste**. Ses activités sont à plus forte valeur ajoutée puisqu'il ne privilégie pas le volume, et il dispose ainsi d'une meilleure défense de ses prix et donc de ses marges. **Son développement international en fait désormais un des cinq acteurs incontournables en Europe** (en données pro forma : 51% du CA en France, 38% en Allemagne et 11% dans le reste du monde). Au final, nous pensons qu'il **devrait profiter de la tendance à la réduction de la short-list de prestataires R&D en France, tout en ayant un meilleur pricing power que ses concurrents généralistes**.

Le management devrait donner des guidances 2012 chiffrées à l'occasion de la publication de son CA T3, le 30/10 prochain. Pour l'instant, il ne donne que des données 2011 combinées (pro forma), à savoir un CA de ~900 M€ avec une MOP de ~6% et un gearing pro forma inférieur à 25%.

Nous initions la couverture du titre Akka Technologies avec une recommandation Acheter et un objectif de 33 € A notre objectif de cours, le titre se traiterait sur des ratios 2012/13e globalement en ligne avec la moyenne historique contre une décote actuelle de 37%.

1. Une nouvelle dimension sous-valorisée

Depuis le 01/01, le titre Akka a progressé de 26% en absolu et surperformé de 23% le CAC Mid & Small. Le cours a entamé un rattrapage depuis l'annonce de l'acquisition de 65% de la société allemande MBtech (le 08/12/11). Par ailleurs, la situation du groupe s'est éclaircie avec la fin de la période de référencement sur les budgets de R&D 2012 (octobre-mars) permettant d'avoir une visibilité très claire sur 3 mois. A moyen terme, les solides fondamentaux du groupe par rapport au secteur et les futures nouvelles entourant l'intégration des dernières acquisitions (Aeroconseil et MBtech) constitueront de bons supports pour le titre. A plus long terme, du fait de sa nouvelle taille (CA post acquisition) et de son internationalisation, Akka devrait profiter de la tendance à la réduction du panel de prestataires en France et gagner des parts de marché à l'international. Il a désormais changé de dimension pour entrer dans la cour des grands du secteur, ce que le marché sous-valorise encore majoritairement.

Tableau 1 : Synthèse de notre valorisation – Cours au 18/05/2012

En €	Valorisation/action	Potentiel (%)
Comparaison boursières	29	43
DCF	36	79
<i>Moyenne</i>	<i>33</i>	<i>61</i>

Source : Natixis

Valorisation par les comparables boursiers : 29 €

Entré en Bourse le 31/03/05, à 24,8 €, le groupe se classe aujourd'hui dans le top 5 des acteurs du conseil et de l'ingénierie en technologie, derrière Altran (CA 12e de 1 406 M€ et capitalisation boursière de 545 M€), Alten (CA 12e de 1 173 M€ et capitalisation boursière de 682 M€) et Assystem (respectivement 865 M€ et 304 M€) mais devant Ausy, SII, Sogclair, Bertrandt, et Ruecker.

Sur le secteur d'Akka, les concurrents sont multiples. Il y a, à la fois, les prestataires généralistes, les bureaux d'études et les sociétés d'ingénierie spécialisées, et les sociétés de services informatiques pour les domaines liés à l'informatique et l'électronique.

L'offre du groupe, qui lui permet d'être présent sur l'ensemble du cycle de vie d'un projet, s'articule entre l'ingénierie de conception (76%e de son CA pro forma) et l'informatique et systèmes (24%e de son CA pro forma). Dans notre échantillon de comparables, nous avons suivi la même pondération pour les concurrents directs d'Akka dans la R&D externalisée en France et en Allemagne (Altran, Alten, Assystem, Ausy, SII, Sogclair et Bertrandt) et les groupes français dans les SSII Midcaps (Sopra Group, GFI Informatique et Steria).

Notre valorisation est basée sur les ratios VE/EBIT et PE des années 2012e et 2013e, qui sont les plus regardés dans le secteur. En historique (de 2006 à 2011), la valeur affichait sur Altran, Alten et Assystem une décote moyenne de respectivement 12% et 18% sur ces deux ratios. Cette décote n'a plus lieu d'être puisqu'Akka se rapproche de la taille des leaders du secteur. Or, sur 2012/13e, elle est de 19% et 37%. Le marché devrait au moins corriger cet écart qui nous semble injustifié. Il pourrait même lui accorder une prime liée à son statut d'expert dans l'automobile et l'aéronautique, et à son exposition au marché allemand qui est très porteur. En retenant des ratios synthétiques à partir des

comparables, notre objectif de cours ressort à 29 €. A ce cours, le marché ne semble pas intégrer la nouvelle dimension du groupe et son développement stratégique hors de France.

Tableau 2 : Synthèse de la valorisation par comparables – Cours au 18/05/2012

En x	Capi. (M€)	Positionnement des concurrents d'AKKA	VE/REX		PE	
			2012e	2013e	2012e	2013e
Altran	545	Leader européen et n°2 en France du CIT. Positionné essentiellement sur l'étude et la conception. Tous secteurs.	6,2	5,4	10,6	9,0
Allen	682	Leader français et 2 ^{ème} en Europe sur le marché du CIT ; positionné essentiellement sur l'étude et la conception. Tous secteurs.	5,7	4,7	10,7	9,1
Assystem	304	Dans le TOP 5 français et européen du CIT. Sur l'ensemble du cycle d'un projet. Tous secteurs. Il a aussi une activité d'ingénierie d'infrastructures complexes.	4,0	3,1	9,3	8,5
Ausy	84	Spécialisé dans le management de l'ingénierie industrielle et les systèmes d'information. Sur tout le cycle du produit, tous secteurs.	4,5	3,8	8,3	7,1
SII	97	Spécialisé dans le conseil en ingénierie industrielle, l'électronique et les systèmes d'information. Sur tout le cycle du produit, tous secteurs.	5,2	4,8	9,6	9,1
Sogecclair	28	Spécialisé dans le conseil et la simulation en ingénierie industrielle. Essentiellement dans l'aéronautique, le spatial, la défense, l'automobile, le ferroviaire et la défense. Positionné sur l'ensemble de la chaîne de valeur.	4,8	3,2	9,6	7,0
Bertrandt	570	Fournisseur allemand de services en ingénierie pour l'automobile et l'aéronautique.	7,1	6,2	10,8	9,9
Ruecker	109	Fournisseur allemand de services en ingénierie pour l'automobile, l'aéronautique et le ferroviaire. Présent sur l'ensemble de la chaîne de valeur.	-	-	13,6	11,3
<i>Moyenne R&D externalisée</i>	302		5,4	4,5	10,3	8,9
Devoteam	104	Société de services informatiques (conseil en infrastructures, réseaux et systèmes).	3,5	2,4	8,9	7,4
GFI Informatique	169	Société de services informatiques (assistance technique, infogérance).	6,6	5,4	11,5	9,3
Sopra Group	523	Société de services informatiques (conseil, intégration de systèmes et solutions applicatives pour le secteur bancaire).	6,3	4,9	7,7	6,4
Steria	415	Société de services informatiques (conseil, intégration de systèmes, infogérance).	5,2	4,5	5,5	4,9
<i>Moyenne SSII</i>	303		5,4	4,3	8,4	6,2
<i>Moyenne pondérée (76%/24%)</i>	295		5,4	4,4	9,9	8,2
Akka Technologies	260	Dans le Top 5 français et européen du CIT ; sur l'ensemble de la chaîne de valeur ; spécialisé dans l'automobile et l'aéronautique.	4,7	3,2	6,8	5,3
<i>Prime (+) / décote (-) (%)</i>			-12,4	-26,9	-31,4	-35,7

Source : Natixis

Valorisation par DCF : 36 €

Notre valorisation par DCF repose sur les hypothèses suivantes :

- **Un TMVA 2012/2021e du CA de +10,6% en consolidé et de +3,6% en organique**, soit inférieur à la croissance moyenne du segment de la R&D externalisée depuis 2005 (+5/7% en France et +8/10% à l'international). Cette hypothèse est prudente étant donné qu'Akka a tendance à surperformer le marché dans les années de croissance.
- **Une MOP courante après stock options de 7,2% en 2012e** (vs 9,0% en 2011) en raison de l'intégration de MBtech (marge de 4%), puis remontée progressive avec un pic de 10,0% en 2017e. A partir de 2018 et jusqu'en 2021e, nous la faisons baisser jusqu'à 7,0% (prudemment en dessous de la marge moyenne enregistrée sur la période 2005/2011).
- **Une évolution du BFR en ligne avec le CA** et représentant 1,2% du CA.

- **Des investissements nets estimés à 1,0% en moyenne de 2012 à 2015** puis stabilisation à 1,2% du CA au-delà (hors nouvelle croissance externe).
- **Un taux d'IS de 30% de 2012e à 2021** (vs 29,8% en 2011). Nous estimons que ce niveau est normatif, en raison de la baisse de l'attribution des déficits reportables et de la part croissante de l'international dans le CA (baisse de l'imposition dans tous les pays hors de France).
- **Un taux d'actualisation de 13,3%**, avec un β endetté de 1,32x (à comparer à 1,20x pour Alten, et 1,10x pour Altran et Assystem), une prime de risque de 11,11% (9,61% + 150 pb car Akka ne fait pas partie des valeurs du SBF 120) et un taux sans risque de 1,45%.
- **Un taux de croissance à l'infini de 1,5%**, qui correspond à celui que nous utilisons pour l'ensemble des sociétés du secteur Logiciels & Services Informatiques.

Tableau 3 : Calcul du taux d'actualisation

En %	
Taux à long terme	1,45
Prime de risque marché	11,11
β (x)	1,32
Taux de rémunération du capital	16,12
Coût de la dette après IS	3,33
Capitalisation boursière (M€)	252,2
Dette financière nette 2011 pro forma (M€)	70,8
Coût moyen pondéré du capital (CMPC)	13,31

Source : Natixis

Tableau 4 : Modèle d'actualisation des cash-flows

En M€	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
CA	861,9	1 016,6	1 077,7	1 120,6	1 160,2	1 190,4	1 221,3	1 247,0	1 273,2	1 299,9
<i>Variation du CA (%)</i>	<i>81,8</i>	<i>18,0</i>	<i>6,0</i>	<i>4,0</i>	<i>3,5</i>	<i>2,6</i>	<i>2,6</i>	<i>2,1</i>	<i>2,1</i>	<i>2,1</i>
ROP corrigé après stock options	61,9	77,2	87,4	94,7	101,5	119,0	109,9	99,8	95,5	91,0
<i>En % du CA</i>	<i>7,2</i>	<i>7,6</i>	<i>8,1</i>	<i>8,5</i>	<i>8,8</i>	<i>10,0</i>	<i>9,0</i>	<i>8,0</i>	<i>7,5</i>	<i>7,0</i>
<i>Taux d'IS (%)</i>	<i>30,0</i>	<i>30,0</i>	<i>30,0</i>	<i>30,0</i>	<i>30,0</i>	<i>30,0</i>	<i>30,0</i>	<i>30,0</i>	<i>30,0</i>	<i>30,0</i>
ROP après impôts	43,3	54,1	61,2	66,3	71,1	83,3	76,9	69,8	66,8	63,7
+ Amortissement et provisions	4,3	6,1	7,5	9,0	10,4	14,3	14,7	15,0	15,3	15,6
Cash-flow d'exploitation	47,6	60,2	68,7	75,2	81,5	97,6	91,6	84,8	82,1	79,3
<i>En % du CA</i>	<i>5,5</i>	<i>5,9</i>	<i>6,4</i>	<i>6,7</i>	<i>7,0</i>	<i>8,2</i>	<i>7,5</i>	<i>6,8</i>	<i>6,5</i>	<i>6,1</i>
- Investissements financiers et corporels nets	-8,6	-10,5	-11,1	-12,3	-13,9	-14,3	-14,7	-15,0	-15,3	-15,6
<i>En % CA</i>	<i>1,0</i>	<i>1,0</i>	<i>1,0</i>	<i>1,1</i>	<i>1,2</i>	<i>1,2</i>	<i>1,2</i>	<i>1,2</i>	<i>1,2</i>	<i>1,2</i>
- Variation du BFR	4,2	1,8	0,7	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Free cash-flow	43,2	51,5	58,3	63,4	68,0	83,8	77,4	70,3	67,3	64,2
Free cash-flows actualisés	39,8	41,8	41,8	40,1	38,0	41,3	33,7	27,0	22,8	19,2
Somme des FCF actualisés	345,3									
+ Valeur terminale actualisée	164,8									
+ Dette financière nette 2011 pro forma	70,8									
- Intérêts minoritaires 2011 pro forma	-3,6									
+ Immobilisations financières	14,7									
Valorisation	450,3									
Nombre de titres (millions)	12,4									
Valeur par action (€)	36,4									

Source : Natixis

Tableau 5 : Sensibilité du taux d'actualisation et du taux de croissance à l'infini

En €	CMPC (%)				
	Taux de croissance à l'infini (%)	12,3	12,8	13,3	13,8
0,5	38,6	36,9	35,2	33,7	32,4
1,0	39,3	37,5	35,8	34,2	32,8
1,5	40,1	38,2	36,4	34,8	33,3
2,0	41,0	38,9	37,1	35,4	33,8
2,5	41,9	39,7	37,8	36,0	34,3

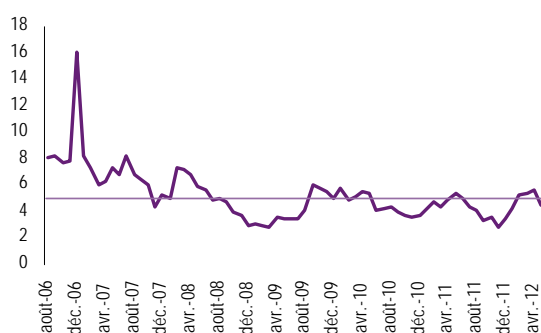
Source : Natixis

Un changement de dimension encore sous-valorisé

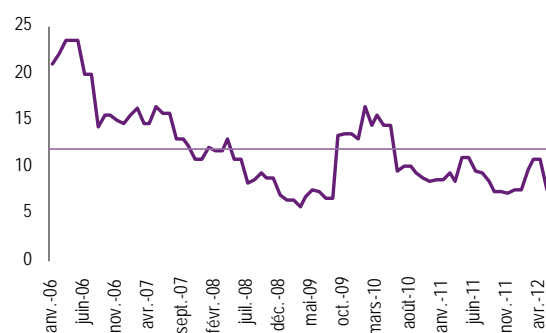
Par la méthode du DCF inversé (sur la base du cours au 18/05 de 20,4 €), nous calculons que le marché valorise implicitement Akka avec une MOP courante de 4,5%e sur la période s'étendant de 2012e à l'infini. Ce niveau est quasiment deux fois inférieur à la rentabilité moyenne historique 2005/2011 (8,3%, une fois retraité de la CVAE qui apporte environ 120 pb supplémentaires avant 2010) alors même que le groupe entre désormais dans le cercle très fermé des leaders européens du secteur.

Notons également, que, sur la base des multiples de VE/ROC et de PE 2012/2013e, la valorisation actuelle 12 mois forward ressort inférieure de 37% à la moyenne de la période 2006/2011. A notre objectif de cours, le titre se traiterait sur des ratios 2012/13e de VE/ROC de 6,2x et PE de 9,8x, globalement en ligne avec la moyenne historique (VE/ROC et PE 12M forward de, respectivement, 5,3x et 12,0x).

Graphique 1 : VE/ROC 12 mois forward d'Akka (en x)



PE 12 mois forward d'Akka (en x)



Source : Datastream

Akka nous semble donc sous-valorisée au regard de ses perspectives de développement, de la forte probabilité que MBtech rejoigne les standards du groupe ces prochaines années, et de sa différenciation au sein des autres sociétés d'ingénierie (il tend vers un statut de spécialiste automobile et aéronautique). Les deux acquisitions structurantes qu'il a annoncées en fin d'année dernière, à savoir Aeroconseil et MBtech lui font atteindre un CA pro forma d'environ 915 M€ avec plus de 10 000 collaborateurs, et le mettent davantage à l'abri d'un marché français mature et où les grands donneurs d'ordre recherchent en priorité les gains de productivité. Le potentiel du marché est très clairement tourné vers le reste de l'Europe et principalement en Allemagne.

Même après une très bonne performance depuis le 01/01 (+26%), le titre devrait continuer à bénéficier d'un bon momentum à court terme : la bonne santé financière du groupe, les importants

volumes d'activité, et l'actualité entourant l'intégration de ses dernières acquisitions. A plus long terme, grâce à sa nouvelle taille et à son développement hors de France, Akka devrait profiter de la tendance à la réduction du panel de prestataires et gagner des parts de marché à l'international. Le groupe a définitivement changé de dimension pour entrer dans la cour des grands, ce que le marché sous-valorise encore. En outre, la qualité du management n'est pas à remettre en cause puisque le groupe a toujours dégagé des résultats soit en ligne soit supérieurs à ses guidances. Les prévisions du groupe étant toujours prudentes, il n'est donc pas exclu que le consensus revoit ses prévisions de BPA à la hausse au fil des publications, et que le titre suive logiquement l'évolution de ces révisions.

Tableau 6 : Guidances initiales de 2006 à 2012e vs résultats publiés

En M€	Guid.	2006	Guid.	2007	Guid.	2008	Guid.	2009	Guid.	2010	Guid.	2011	Guid.	2012e	Cons.
CA	>150	160,1	>230/>330 ³	236/353 ³	>380	381,6	-	332,7	-400	400,3	->500 ³	474,1/548 ³	-/-900 ³	861,9/916,0 ³	842
Var. organique (%)		13,0			-10	17,0				12,9	>10	12,0		5,3	-
MOP d'activité ¹ (%)	>7,6 ²	8,3/7,6 ²	>6,5 /- 3,5 ³	7,4 /- ³	7,7	7,8	-	5,2	-	8,0	-9	9,1	-/-6 ³	7,3/6,3 ³	7,3
RNpg		8,0		9,1		16,6		12,2		25,2		26,9		37,3	32,8
Marge nette (%)		5,0		3,9		4,4		3,7		6,3		5,7		4,3	3,9
Dettes nette		-2,2		46,1		10,3		9,8		-11,2		-19,2		38,7	52,6
Gearing (%)		-5,1		86,5		14,7		12,6		-11,2		-15,9	-/-25 ³	25,2	-

¹ MOP d'activité = MOP courante avant SO.

² MOP courante après SO.

³ Données pro forma.

Sources : Natixis, société, Thomson One

2. Un positionnement différenciant

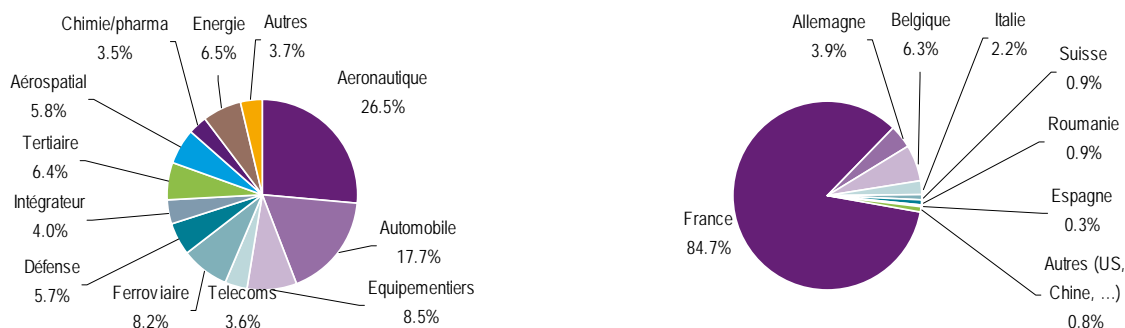
Ces dernières années, Akka Technologies a fait croître son chiffre d'affaires de moitié par acquisition, et a ainsi réussi à développer un haut niveau d'expertise au niveau européen. Le groupe est, aujourd'hui, un acteur de taille importante (~915 M€ de CA et un effectif de plus de 10 000 personnes, dont 89% de consultants), positionné sur l'ensemble du cycle d'un projet, et présent dans plus de 20 pays. Après avoir été un acteur français généraliste, comme la majorité de ses concurrents directs, il est en train de devenir un spécialiste incontournable en Europe (49% du CA pro forma hors de France), notamment dans les secteurs de l'automobile (47% du CA pro forma) et de l'aéronautique/spatial (26% du CA pro forma).

Né du regroupement de sociétés dans l'automobile

Akka est un groupe issu du rassemblement de plusieurs sociétés à forte dominante automobile (dans l'automatisme et contrôle commande, les grands projets, l'embarqué et l'ingénierie mécanique), qui ont toutes été créées à partir de 1984 par l'actuel PDG (Maurice Ricci). En 1999, ce dernier a pris conscience que le métier allait se structurer et a alors décidé d'arrêter la fabrication et de créer Akka pour en faire une société d'ingénierie importante en Europe. Son métier consiste à accompagner les clients industriels et tertiaires tout au long des étapes de leurs projets de la R&D/étude à l'industrialisation. Le groupe fournit tout d'abord du conseil en amont, l'analyse des besoins et la préconisation d'une solution optimale. Il participe ensuite à la conception et au développement du produit. Enfin, il définit et intègre le process industriel. Jusqu'en 2006, Akka a mis en place une stratégie visant à la fois à équilibrer l'offre, à limiter la dépendance à un client (viser les grands industriels européens) et à un secteur (développement vers l'aérospatial, l'énergie, la défense, le ferroviaire, la pharmacie, les services...), et à être présent en région avec une logique de proximité clients (avoir des ancrages équilibrés en Europe).

Enfin, il a fait un pas important en 2007 en acquérant Coframi, renforçant ainsi son offre en informatique industrielle et systèmes embarqués. Akka a, ensuite, multiplié les petites acquisitions complémentaires en 2009 (en Allemagne avec Octogon, et en France avec EKIS et Real Fusio).

Graphique 2 : Décomposition du CA d'Akka par secteur d'activité et par pays en 2011



Source : Natixis

Changeant de dimension en 2012

En fin d'année dernière, Akka a annoncé deux acquisitions importantes : Aeroconseil (consolidé début octobre 2011) et MBtech (consolidé en avril 2012), modifiant sensiblement la physionomie du groupe.

Acquisition de 100% d'Aeroconseil : un tremplin pour l'aéronautique

Aeroconseil est une société toulousaine, créée en 1998, spécialisée dans l'ingénierie et les services au transport aérien. Le groupe est un expert de niches dans l'aéronautique, notamment réputé dans les métiers du design de cabine de pilotage. Il est présent en France, Allemagne, Espagne, Canada et RU, a réalisé un CA 2011 de 100 M€ avec une MOP de 10% et une marge nette supérieure à 7%. Relativisons ce ROP qui est constitué à 80% par du crédit impôt recherche. Cette acquisition de 100% d'Aeroconseil, consolidée au 01/10/11, a été financée entièrement en numéraire à un prix que nous estimons à 1x le ROP, soit 10 M€.

L'acquisition d'Aeroconseil ne change quasiment pas le mix géographique du CA d'Akka (le poids de la France passe seulement de 85% en 2011 à 84% en pro forma). En revanche, la part de l'aéronautique va considérablement s'accroître (de 26% à 37% en pro forma). Aeroconseil a des relations privilégiées avec Airbus qui représente toujours l'essentiel de ses ventes (70% de son CA) et il y a une garantie d'activité sur plusieurs années (le groupe n'a pas donné plus de détails). Akka va, ainsi, renforcer son positionnement en Espagne et en Allemagne, et élargir son portefeuille de clients. Nous estimons que la MOP pourrait atteindre un maximum de 12/13% ces prochaines années, grâce à une amélioration de la productivité, de la gestion des effectifs, une centralisation et une mutualisation des moyens (le groupe a actuellement 5 entités différentes à Toulouse, regroupant 2 500 personnes). Le secteur aéronautique y contribuera sensiblement au cours des prochaines années, grâce aux bonnes ventes issues d'EADS.

Acquisition de 65% de MBtech : un pas important dans l'automobile en Allemagne

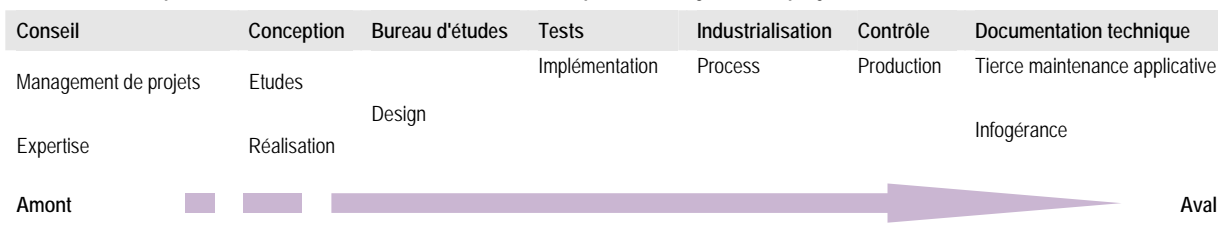
MBtech est la filiale ingénierie fondée par Daimler en 1993, spécialisée dans le secteur automobile (95% de son CA). Il s'agit d'un des cinq premiers acteurs allemands. Le groupe réalise la quasi totalité de ses revenus en Allemagne (90%). Comme Akka, il recouvre une grande partie de la chaîne de valeur (ingénierie automobile, systèmes motopropulseurs, solutions en ingénierie électronique, conseil et autres). MBtech a réalisé un CA de 370 M€ en 2011 (+22% sur 1 an) et un ROP de 9,3 M€ (MOP de 2,5%). Cette acquisition n'était pas une surprise, le management ayant déjà évoqué à plusieurs reprises son ambition de se renforcer en Allemagne. Les autorités anti-trust ayant donné leur accord, la société a été consolidée début avril. Daimler conserve une participation de 35% et apporte une garantie d'activité sur 5 ans (80% du volume d'affaires, soit 296 M€ mais ce montant devrait baisser en absolu sur les 4 années restantes). L'opération, que nous estimons à 5,7x la VE/ROP 11, a été payée en cash et financée par endettement à travers la mise en place d'un crédit syndiqué, qui ne remet absolument pas en cause la santé financière du groupe (nous estimons le gearing à 25,2% à fin 2012).

Au final, les rachats d'Aeroconseil et de MBtech engendrent un quasi-doublement des ventes à près de 915 M€ en pro forma, assorti d'une modification dans le mix géographique et mix-activités d'Akka. En effet, ces acquisitions font passer la France de 85% à 51% en pro forma et l'Allemagne devient ainsi son 2^{ème} plus gros pays avec 38% de son CA pro forma contre 4% avant.

Couvrant l'ensemble du cycle de vie d'un projet

Akka est présente sur l'ensemble de la chaîne de valeur de la R&D externalisée, c'est-à-dire de la phase d'études et conception jusqu'à l'industrialisation et la production. Il se différencie, ainsi, d'Altran et d'Alten qui sont essentiellement sur l'étude/conception et d'Assystem qui est encore très présent dans l'industrialisation/fabrication et le facility management.

Tableau 7 : Les prestations d'Akka s'étendent sur toutes les phases du cycle d'un projet



Source : Natixis

Dans les appels d'offre, elle a l'habitude de rencontrer Assystem sur des prestations d'ingénierie de conception dans l'aéronautique, Alten sur l'encadrement de projet, SII, Alten et Altran dans les technologies embarquées.

Tableau 8 : Le positionnement d'Akka dans le marché du conseil et de l'ingénierie en technologies

Akka Produit	Akka Process	Akka Documentaire	Akka I & S	Aeroconseil	MBtech	Autres
21% du CA 2011	11% du CA 2011	4% du CA 2011	26% du CA 2011	5% du CA 2011	0% du CA 2011	34% du CA 2011
15% du CA pro forma	5% du CA pro forma	4% du CA pro forma	24% du CA pro forma	11% du CA pro forma	39% du CA pro forma	1% du CA pro forma
- Etude et conception - Calculs - Simulation - Matériaux - Essais - Qualité - Gestion de projets - Sécurité de fonctionnement - Soutien logistique intégré	- Etudes, Avant-projets - Etudes de réalisation - AMO/AME - Suivi de réalisation - Essais - Pilotage fournisseurs - Qualité	- Gestion de projets documentaires et logistiques - Mise en œuvre de systèmes documentaires - Production d'information - Mise à jour et/ou conversion de fonds documentaires	- Infogérance et gestion quotidienne des applications logicielles - Technologies web ou n-tiers - Informatique décisionnelle - Gestion de la relation client - Progiciels de gestion	- Modification de l'appareil - Physique de vol - Offre airline	- Style - Ingénierie automobile - Systèmes motopropulseurs - Conseil et solutions en ingénierie électronique - Ingénierie de process	- Soutien à la conduite de projets stratégiques ou d'investissement - Conduite de projets de transformation - Efficacité des structures et processus - Maîtrise du risque contractuel

Source : Natixis

Il a quasiment la même exposition que les autres acteurs à la R&D externalisée et aux systèmes d'information (notamment depuis qu'Altran a sorti Arthur D. Little de son périmètre par un MBO). Seul Assystem diffère quelque peu de ses pairs, en étant positionné sur la R&D externalisée, l'ingénierie d'infrastructure complexe et en étant totalement absent du segment systèmes d'information et réseaux. La force d'Akka par rapport à la concurrence tient à son positionnement à forte valeur ajoutée sur l'ensemble du cycle d'un projet.

Tableau 9 : Répartition du CA 2011 d'Akka vs Alten, Altran et Assystem, par type d'activité

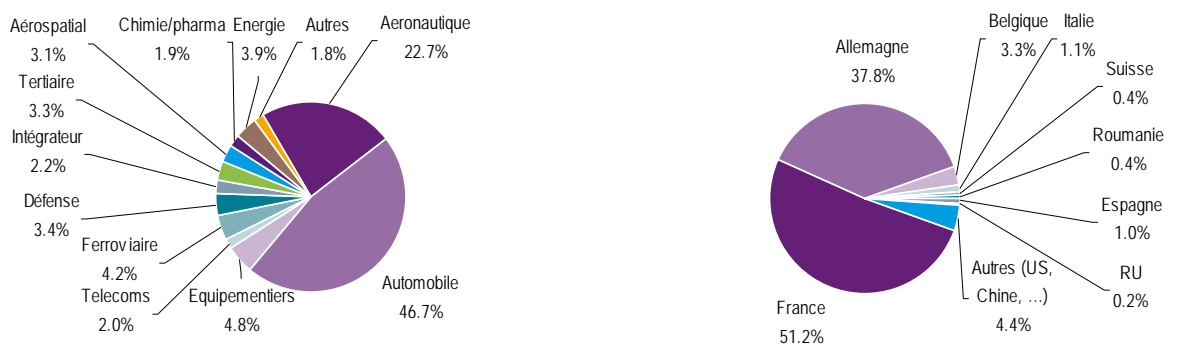
En %	Akka	Akka pro forma	Alten	Altran	Assystem
Ingénierie et conseil en technologies	74	76	76	67	55
Systèmes d'information et réseaux	26	24	24	27	
Ingénierie d'infrastructures complexes	-	-	-		45
Autres	-	-	-	6	
Total	100	100	100	100	100

Source : Estimations Natixis

Un spécialiste automobile et aéronautique

Bien implanté dans le secteur automobile grâce à ses origines, le groupe a réussi à se développer sur d'autres secteurs tels que l'aéronautique et le spatial, la chimie, la pharmacie et l'énergie.

Graphique 3 : Décomposition du CA d'Akka par secteur d'activité et par pays en pro forma (Aeroconseil et MBtech)



Source : Estimations Natixis

La forte exposition au secteur automobile (47%e en pro forma vs 18% en 2011, dont 35% avec Daimler) qu'engendre l'acquisition de MBtech pourrait inquiéter, mais il n'en n'est rien. En effet, si le marché automobile français est dans une logique de recherche de gains de productivité notamment via l'offshore, le marché allemand a compris l'importance vitale de maintenir une activité de R&D très importante sur son territoire national. Enfin le taux d'externalisation y est moitié moins élevé qu'en France (11% contre 27%), l'Allemagne devrait donc effectuer un fort rattrapage ces prochaines années ainsi qu'un développement sur d'autres secteurs d'activité que l'automobile. La part de 35% détenue par Daimler pourrait, elle aussi, être vue comme un inconvénient. Cela dit, elle apporte une visibilité extrêmement forte ce qui n'est pas négligeable dans le secteur de la R&D externalisée. D'ailleurs, Porsche, qui détient 25% de la société allemande Berndt depuis 2001, est un excellent exemple dans le secteur puisqu'elle démontre que ce type de relation capitaliste n'est pas néfaste pour travailler avec d'autres grands comptes du secteur automobile (Berndt a également comme clients : Audi, BMW, Ford, Lamborghini, Mercedes, Mini, Opel, PSA, Renault, Rolls Royce et Volkswagen).

Tableau 10 : Evolution du poids du secteur automobile chez Akka en 2011 et en pro forma (après Aeroconseil et MBtech)

En % du CA	2011	Pro forma
Automobile	18	47
Constructeurs allemands	4	38 (dont 35 avec Daimler)
Constructeurs français	14	8
<i>dont Renault</i>	<i>10</i>	<i>5</i>

Source : Estimations Natixis

En 2011, ses 5 premiers clients ont représenté près de la moitié de son CA (48,6%). Et tous faisaient partie de l'aéronautique (26% du CA) et de l'automobile (18% de son CA) : EADS, Renault, Thales, Safran et Alstom. Le premier client a représenté 22% des ventes et les autres se sont partagés les 27% restants.

Tableau 11 : Poids des premiers clients d'Akka Technologies dans le CA

En %	2009	2010	2011	2011 pro forma
Le 1 ^{er}	20	20	22	35
Les 5 premiers	50	49	49	65
Les 10 premiers	61	64	62	74

Sources : Akka, Natixis

Mais, depuis les rachats d'Aeroconseil et MBtech, la répartition des ventes pro forma d'Akka a évolué. L'automobile va passer devant l'aéronautique pour devenir son principal secteur d'activité (47% du CA). En effet, Daimler deviendra son 1^{er} client avec 35% de son CA (effet MBtech), suivi par EADS avec 18% (effet Aeroconseil), et les 8 autres clients se répartiront les 21% restants. Cette année, le groupe va s'efforcer à la fois de diversifier sa clientèle automobile allemande, et de développer l'aéronautique en Allemagne via EADS, tout en profitant du potentiel offert par les autres secteurs comme le ferroviaire, l'énergie et la pharmacie. Ainsi, son top 10 clients sera mieux réparti et le risque associé sera donc amoindri. Notons qu'Akka travaille quasi intégralement avec des clients grands comptes, par conséquent, le risque d'insolvabilité est très fortement limité. D'ailleurs, notons que son délai de recouvrement de créances (DSO) est parmi les meilleurs du secteur puisqu'il s'est établi à seulement 57 jours fin 2011 (grâce notamment à la prépondérance du mode forfait).

Tableau 12 : Poids des premiers clients d'Akka Technologies dans le CA

En % du CA	Akka 2011	En % du CA	Akka pro forma
EADS	21,6	Daimler	35,0
Renault	10,0	EADS	18,0
Thales	6,8	Thales	4,0
Safran	5,2	Renault	5,0
Alstom	5,0	Alstom	3,0
PSA	4,1	Safran	3,0
Areva	3,5	Areva	2,0
Amadeus	2,5	PSA	2,0
CSC	2,0	Amadeus	1,0
Sanofi	1,7	Sanofi	1,0
Autres	37,6	Autres	26,0
Total	100,0	Total	100,0

Source : Estimations Natixis

Au profil moins risqué que ses pairs

Depuis le rachat d'Aeroconseil et de MBtech, Akka a sensiblement réduit son exposition aux secteurs risqués, que sont en 2012 l'automobile en France, la banque, les télécoms et le secteur public. Ces secteurs, qui représentaient 24% du CA 2011 d'Akka contre 37% en moyenne chez Altran, Alten et Assystem, n'atteignent plus que 12% en pro forma. En effet, Akka n'est pas présent dans la banque et très peu dans les télécoms, le poids de l'automobile en France s'est fortement réduit, et le secteur public se limite à la défense. Post-acquisitions, Akka se retrouve donc comme l'acteur le moins à risque sur les secteurs d'activité. De même, il ressort à égalité avec Altran comme l'acteur le moins risqué au niveau géographique, puisque la France, qui a le mix d'activité le moins favorable, ne représente que 51% de son CA pro forma (vs Alten à 67% et Assystem à 66%). Notons qu'Akka a renouvelé la quasi-totalité de ses contrats suite à la période de référencement (octobre 2011/mars 2012). Les seuls où il n'a pas été retenu sont ceux sur lesquels il n'aurait pas pu dégager de marge en raison des baisses de prix demandées (ex : Sagem, PSA). Ces prochaines années, grâce aux dernières acquisitions réalisées, ses revenus dans l'aéronautique, l'automobile et le ferroviaire devraient fortement se développer en Allemagne.

Tableau 13 : Répartition CA 2011e des acteurs de la R&D externalisée pour les principaux secteurs

En %	Akka	Akka pro forma	Alten	Altran	Assystem
Automobile	18	47	18	12	15
Banque/Assurance	0	0	17	12	0
Aéronautique/Spatial	32	26	17	15	32
Télécoms	4	2	12	19	0
Energie/Nucléaire	7	4	15	8	36
Naval/Défense	6	3	6	6	8
Total	66	82	85	72	91

Source : Estimations Natixis

Tableau 14 : Poids des secteurs à risque dans le CA des principaux acteurs de la R&D externalisée

En %	Akka	Akka pro forma	Alten	Altran	Assystem
Automobile en France	14	7	13	10	12
Banque/Assurance	0	0	17	12	0
Télécoms	4	2	12	19	0
Secteur public/Défense	6	3	3	5	8
Total	24	12	45	46	20

Source : Estimations Natixis

3. Un marché qui sera très discriminant

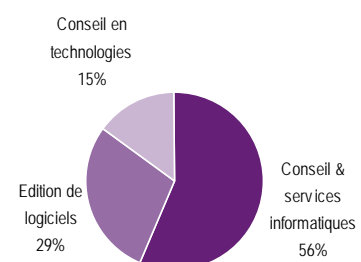
Depuis 2005, le marché de l'ingénierie et du conseil en technologie a enregistré une croissance comprise entre 5% et 7% en France et entre 8% et 10% dans le reste de l'Europe. Après une année 2009 en fort retrait (-7%), le marché est reparti fortement à la hausse avec un point d'inflexion en mars 2010. Depuis, l'activité et le taux d'utilisation du secteur se sont maintenus à un niveau satisfaisant. La crise actuelle pourrait provoquer un ralentissement de la croissance en Europe et une contraction de l'investissement des entreprises en R&D, mais **nous estimons que le fort développement d'Akka Technologies en Allemagne (38% de son CA pro forma grâce au rachat de MBtech) lui permettra d'être le plus à même de résister à une conjoncture difficile.** Alors que le marché français est dans une logique de recherche de gains de productivité et de solutions en offshore, l'Allemagne a compris l'exigence vitale de maintenir une activité de R&D très active sur son territoire national (ex : l'automobile). Akka devrait donc réussir à protéger ses fondamentaux même dans un marché français sous pression.

Un marché français attendu à +1,1% en 2012

Depuis 2005, le marché français du conseil et de l'ingénierie en technologies (CIT) a crû entre 5% et 7% par an en moyenne, et entre 8% et 10% dans les autres pays d'Europe. Le Syntec (la chambre syndicale du secteur en France) estime que ce segment devrait afficher un ralentissement à 1,1% en France en 2012 (vs +7% enregistrés l'an dernier) dans un marché plus large des logiciels, conseil & SI, et conseil en technologies à +1,2% (vs +3,6% en 2011). Le marché du CIT continue à être pénalisé par la pression sur les prix et les politiques de référencement des donneurs d'ordres. Le début d'année 2012 semble être dans la continuité de 2011, avec une activité satisfaisante. Cependant, les perspectives macroéconomiques du S2 pourraient décaler certaines commandes.

Graphique 4 : Variations annuelles et poids des segments du secteur des logiciels, conseil & SI et conseil en technologies

En %	2009	2010	2011	2012e
Conseil & services informatiques	-4,0	1,0	2,7	1,0
Edition de logiciels	-2,5	2,5	3,8	1,6
Conseil en technologies	-7,0	2,5	7,0	1,1



Sources : Syntec numérique, Natixis

Nous prévoyons une croissance du secteur de 3,5% pour la moyenne de notre échantillon de valeurs R&D externalisée sous notre couverture (Altran, Alten, Assystem, Akka Technologies) et de +2,9% hors Akka. Cette dernière devrait donc, à nouveau, surperformer le marché ces prochaines années car elle va profiter de la tendance à la réduction de la short list de prestataires en France (qui favorise les acteurs ayant la taille critique) et gagner des parts de marché en Europe (en France et en Allemagne pour commencer, c.à.d. les deux principaux bassins industriels européens).

Tableau 15 : CA global des sociétés de R&D externalisée sous notre couverture

En M€	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e	TMVA 11/14e (%)
Akka Technologies							
CA global	332,7	400,3	474,1	861,9	1 016,6	1 077,7	31,5
Croissance (%)	-12,8	20,3	18,4	81,8	18,0	6,0	
Croissance à pc (%)	-14,6	12,9	12,0	5,3	6,1	6,0	
Poids de la France (%)	87,9	87,5	84,6	57	51	51	
MOP courante ¹	6,2	8,0	9,0	7,2	7,6	8,1	
Alten							
CA global	857,1	916,6	1 065,7	1 173,2	1 276,2	1 340,6	
Croissance (%)	1,3	6,9	16,3	10,1	8,8	5,0	8,0
Croissance à pc (%)	-9,5	7,2	14,5	6,5	8,8	5,0	
Poids de la France (%)	69	69	67	65	65	65	
MOP courante ¹	8,5	10,2	10,2	9,4	10,1	10,4	
Altran							
CA global	1 403,7	1 436,7	1 419,5	1 406,0	1 455,0	1 513,0	
Croissance (%)	-14,9	2,4	-1,2	-1,0	3,5	4,0	2,1
Croissance à pc (%)	-14,3	4,1	7,8	0,2	3,9	4,0	
Poids de la France (%)	48	50	51	52	53	54	
MOP courante ¹	2,8	4,8	8,0	8,0	8,6	9,0	
Assystem							
CA global	613,1	636,5	760,6	865,2	910,9	944,8	
Croissance (%)	-8,8	3,8	19,5	13,8	5,3	3,7	7,5
Croissance à pc (%)	-8,6	4,7	13,2	1,9	4,7	3,7	
Poids de la France (%)	71	69	66	62	62	62	
MOP courante ¹	4,6	7,0	7,7	7,5	8,0	8,2	

¹ La MOP courante est après stock options, et l'historique (avant 2010) a été retraité de la CVAE.

Source : Estimations Natixis

L'externalisation des services de R&D des industriels aux sociétés de conseil en technologies est une tendance de fond. Ces dernières assurent aujourd'hui près de 27% de l'innovation et de la conception d'un nouveau produit en France et de 11% en Europe (Allemagne). Elle a l'avantage de leur permettre de se recentrer sur leur cœur de métier et d'apporter de la souplesse et des compétences techniques aux sociétés industrielles, dans un contexte de pénurie d'ingénieurs. Nous estimons que l'externalisation est le premier contributeur à la croissance du groupe. De plus, l'ensemble des équipements, qu'ils soient de consommation ou industriels, font appel de manière croissante à du contenu technologique, électronique... Enfin, de nouveaux programmes dans l'automobile (sortie de nouveaux modèles en Allemagne, motorisation hybride...), l'aéronautique (nombreux programmes) et l'énergie (nucléaire et énergies fossiles) déclenchent un recours à l'externalisation qui devrait permettre de pérenniser la croissance du groupe sur le long terme. Les investissements en R&D représentent en moyenne 6% du CA des entreprises (selon les cas, cela s'étend de 4% à 10%) et entre 2,5% et 3% du PIB, selon nous.

Sur le long terme, nous pensons que les entreprises confieront de plus en plus leurs activités de R&D, d'autant plus que cela revient moins cher que de les réaliser en interne (difficulté à trouver des ingénieurs, nécessité d'une gestion complète des équipes avec encadrement...). Les prestataires de R&D externalisée contribuent, ainsi, à répondre à leurs besoins de rationalisation et de développement.

Néanmoins, la demande devient de plus en plus exigeante, tant en termes de globalisation des projets (élargissement des prestations), d'offre (workpackages transnationaux), que de recherche d'économies (gains de productivité), ce qui engendre une pression sur les prix et sur les marges des

acteurs, une évolution de l'offre (gestion du mix des ressources) et un recours à l'offshore. Les directions des achats poursuivent leurs logiques de resserrement des panels fournisseurs, déjà initiées depuis quelques années.

Prise de pouls dans les différents secteurs

Automobile (47% du CA pro forma) : difficile en France, porteur en Allemagne

Ce secteur a été en croissance forte depuis 2 ans (post-crise 2009). En 2011, il y a eu une forte croissance chez Renault et PSA et un doublement de l'activité chez les constructeurs allemands (notamment chez BMW). Cette année, l'activité devrait être tirée par les nouveaux projets dans le véhicule électrique/hybride, la motorisation... Le groupe travaille essentiellement avec les constructeurs et équipementiers français et allemands. Il faut distinguer le marché français (dans une logique de recherche de gains de productivité alors que le marché est arrivé au bout de sa logique en termes de réduction de tarifs mais pas encore en terme d'offre) de la partie allemande (mise en avant d'une activité de R&D très active sur le sol national) ou encore de l'Espagne (marché sinistré, pas de hausse de CA ni de retour de la rentabilité à attendre). Nous estimons que les gros acteurs français de l'automobile ont pesé pour environ 14% de son CA 2011 (dont 10% pour Renault et 4% pour PSA), soit un poids revenu au niveau de 2008, mais ne pèseront plus que 7% de son CA pro forma (principalement grâce à l'acquisition de MBtech).

Tableau 16 : Poids des deux principaux constructeurs français chez les acteurs de la R&D externalisée, à fin 2011

	Akka	Akka pro forma	Alten	Altran	Assystem
Renault					
Nombre de consultants	380	380	250	>400	425
En % du CA	10,0	5,0	2,6	<2	-5
PSA					
Nombre de consultants	180	180	450	600	375
En % du CA	4,1	2,0	4,7	-3	-5
Total					
Nombre de consultants	560	560	700	1 000	800 ¹
En % du CA	14,1	7,0	7,3	<5	-10

¹ Chez Assystem, le nombre de consultants est équivalent à 2008 car les équipes travaillent désormais dans l'électronique et les systèmes embarqués.

Source : Natixis

Fin octobre 2011, PSA a décidé de gagner en productivité sur les budgets d'études. Cette décision s'est traduite par une baisse des tarifs, une réduction du nombre de prestataires en ingénierie, une aide à la réflexion sur un plan de 2/3 ans pour lui faire gagner ~15% de productivité (accélération de la migration des activités en workpackage, délocalisation des études sur le bas de cycle de développement c.à.d. les activités de bureau d'études et de design). Il a annoncé un plan de réduction d'effectifs de 6 000 personnes en 2012, dont 2 500 prestataires extérieurs sur 8 000. Parmi ces 2 500 personnes, 1 600 suppressions concerneront les tâches d'ingénierie-développement, et en priorité les cadres plutôt que les ouvriers et la France plutôt que l'étranger. La direction a dit ne pas vouloir toucher au budget de R&D (maintenu à 5% de son CA) ni au nombre de nouveaux modèles. Nous pensons qu'il faut s'attendre à une baisse de l'activité avec PSA au cours de l'année 2012, progressivement à partir du début d'année (à mesure que les projets se terminent). D'ailleurs, chez les différents acteurs, les retours d'ingénieurs sur ce compte ont été plus élevés qu'attendu sur le T1 : 150 personnes chez Altran (sur un total de 600), 100 chez Alten (sur 450), 90 chez Assystem (sur 375) et un nombre négligeable chez Akka. Si cette tendance représente un risque sur le volume d'activité des acteurs chez qui PSA est un client important, la

baisse sera très limitée chez Akka car il n'a jamais fait beaucoup de CA avec ce client. En revanche, le fait qu'il a été déréférencé sur ce compte (car il n'a pas voulu accepter les baisses de tarifs exigées, qui ne lui auraient pas permis d'être profitable) annule tout espoir de développement chez ce client en France. Heureusement, depuis le rachat de MBtech, il va se tourner vers l'Allemagne où les constructeurs sont beaucoup moins frileux (de 4% du CA en 2011 à 38% de son CA pro forma).

Quant à Renault, rien n'a encore été annoncé, la prochaine grande échéance sera début 2013. Rappelons qu'en 2009, Renault a annoncé un arrêt brutal des prestations (arrêt des 2/3 des projets au 01/01/09, soit -60%e chez Akka) tandis que chez PSA les ajustements se sont faits beaucoup plus en douceur sur l'ensemble de l'année (l'activité chez Akka a été en croissance car PSA n'est pas conséquent dans son CA et car il y a eu des renouvellements sur des projets de petite taille).

Tableau 17 : Suppressions de postes annoncés par PSA fin 2011

	France			Reste Europe Employés PSA	Attrition naturelle Employés PSA	Intérimaires France Employés PSA
	Employés PSA	Prestataires extérieurs	Total			
Production - Direction industrielle	1 000		1 000			
R&D	500	1 600	2 100			
Direction des marques	100		100			
IT		600	600			
Autres	300	300	600			800
Total	1 900	2 500	4 400	600	1 000	800

Source : Natixis

Le secteur bénéficie d'une visibilité particulièrement faible (18/24 mois en normatif). En 2012, dans le cadre de son processus de référencement, PSA est passé de 8 à 4 prestataires de rang 1 (Altran, Alten, Assystem et Segula). Les prestataires retenus sont des gros acteurs car ils sont les seuls à pouvoir faire du workpackage transnational et à réaliser des gains de productivité, à avoir une pluralité de compétences, des offres en ingénierie, une implantation internationale et un accès à l'offshore/nearshore.

Aéronautique/Spatial (26% du CA pro forma) : résilient et en développement

Le secteur connaît une bonne croissance et bénéficie d'une forte visibilité (jusqu'à 2015 avec Airbus), mais il reste très cyclique (en fonction du cycle de développement). Il n'y a pas de baisse à prévoir dans ce secteur. Depuis 2008, EADS a lancé un référencement E2S qui concerne les métiers de l'ingénierie pour toutes les filiales du groupe EADS, en France et à l'international (il vient compléter le référencement Application Services de 2007 sur les métiers de l'informatique de gestion et des systèmes d'information). Il maintient sa liste entre 6 et 8 fournisseurs pour la partie ingénierie (dont une majorité de français), qui s'étendra de 2012 à 2016 (vs 2008/2012 pour le précédent). Grâce à l'acquisition d'Aeroconseil, Akka offre la seule couverture complète des métiers de l'aéronautique en ingénierie (système, mécanique, documentation, process et méthodes, et support aux clients des constructeurs). Dans le spatial, il figure parmi les référents de l'Europe spatiale depuis plus de 15 ans en étant partenaire du CNES, d'Astrium et de Thales Alenia Space. Au global, Akka est très présent dans l'aéronautique et le spatial (son 1^{er} secteur en 2011), encore plus depuis le rachat d'Aeroconseil (ce secteur est passé de 32% du CA 11 à 42% en prenant Aeroconseil sur 12 mois) et avec un fort potentiel de développement depuis l'acquisition de MBtech (le secteur baissera à 26% du CA pro forma). Akka envisage de développer ce secteur en Allemagne grâce au transfert d'ingénieurs MBtech de l'automobile vers l'aéronautique (complémentarité entre Aeroconseil et MBtech : développement du compte EADS en Allemagne).

Ferroviaire (4% du CA pro forma) : peu significatif mais dynamique

Depuis deux ans, la croissance est molle dans le ferroviaire pour les acteurs de la R&D externalisée. En revanche, Akka surperforme les autres groupes puisqu'il y dégage une bonne croissance à deux chiffres qui devrait continuer cette année (croissance du ferroviaire hors de France, ex : Belgique). L'activité pourrait être porteuse et les projets d'envergure internationale nombreux quand la croissance économique repartira. Le groupe a effectué une diversification clients et constructeurs, et élargi son offre dans la partie signalétique. Ce secteur, qui avait une taille 2 fois plus importante chez Akka que chez ses concurrents, va être dilué par les acquisitions d'Aeroconseil et MBtech pour revenir dans les standards du marché (c.à.d. 4% du CA).

Energie (4% du CA pro forma) : bonne visibilité et bien margée

Le marché énergétique est en fort développement et devrait être porteur dans les années à venir (accroissement de la consommation mondiale et nombreux investissements prévus). Ce secteur était en bonne croissance l'an dernier et elle devrait se poursuivre encore en 2012 (très dynamique et porté par des grands projets). Il engendre d'importants investissements (extraction du pétrole, nucléaire, énergies renouvelables, problématiques environnementales...) qui offrent une excellente visibilité (projets d'une durée de plus de 5 ans) et une rentabilité supérieure à la moyenne du groupe. En ce qui concerne le nucléaire, nous pensons que le secteur en France ne bougera pas trop en cette année d'élections (décisions politiques) mais il faudra s'attendre à des diminutions de projets chez Areva et EDF. Dans ce segment, les prestations sont assez diversifiées (ingénierie des installations industrielles, études de génie civil, génie des procédés/planification, sûreté, sécurité, analyse de risques, étude de filières déchets...). En dehors du nucléaire, il ne faut pas s'attendre à des baisses d'activité sur l'énergie (les énergies renouvelables, le développement durable, l'extraction d'énergies fossiles... sont des axes de développement prioritaires).

Secteur public/Défense (3% du CA pro forma) : pas de redémarrage prévu

Chez Akka, le secteur public se limite au secteur de la défense en France. Akka est un partenaire privilégié des constructeurs et équipementiers de la défense (Thales, MBDA, EADS, DCNS, Dassault Aviation, Nexter...). En revanche, il a été déréférencé de chez Sagem qui lui demandait des baisses de tarifs que le groupe n'a pas voulu accepter pour ne pas perdre de l'argent sur ce compte. Ce secteur a été en baisse en 2011 et ne redémarrera visiblement pas en 2012. Ce constat ne concerne pas que la France mais aussi le reste de l'Europe. La croissance est faible dans la défense. Ce marché est en attente de lancement de nouveaux programmes militaires. Les sociétés d'ingénierie sont généralement peu exposées au secteur de la défense.

Télécoms (2% du CA pro forma) : secteur difficile mais peu significatif

Le marché est très mitigé, que ce soit chez les équipementiers ou chez les opérateurs. Du côté des équipementiers, les acteurs ne souffrent pas spécialement de la pression sur les prix mais plutôt des volumes d'activité. Il y a une baisse continue des budgets d'investissement. La tendance est vers moins de volume et plus d'offshore. Chez les opérateurs, c'est l'inverse, il n'y a pas de baisse de volume mais une guerre des prix permanente. Ces derniers n'hésitent d'ailleurs pas à déréférencer des acteurs. Il s'agit d'un segment très concurrentiel et pas seulement en France (les opérateurs sont en situation d'oligopole). Au global, le secteur progresse mais plus lentement que la moyenne du groupe. Akka est très peu exposée à ce secteur, et encore moins depuis ses dernières acquisitions.

Les petits acteurs disparaîtront progressivement

Le marché français est très atomisé puisqu'il est composé d'une dizaine d'acteurs principaux (Altran n°1, Alten n°2, Akka Technologies n°3, Assystem n°4... ; le top 10 représente 47% de part de marché, selon PAC) et d'une kyrielle d'autres locaux (SII, Ausy, Segula, Astek...). Le poids du top 10 devrait croître dans les années à venir puisque les directions des achats des grands groupes français continuent à réduire leurs listes de prestataires de rang 1. En allant plus loin dans cette logique, on peut même se demander si, à terme, ils ne choisiront pas de confier l'intégralité de leur projet à un seul et unique acteur, sur un mode de type infogérance.

Dans l'environnement économique actuel, nous pensons que les acteurs qui n'ont pas une taille suffisante pour répondre à des appels d'offres multinationaux (seuls des groupes de plus de 2 000 personnes peuvent mettre 100 à 200 personnes sur un seul projet), qui ne sont pas capables d'offrir du workpackage (réalisation des projets structurés en mettant une équipe et des moyens logistiques à disposition, pilotée par un chef de projet) et d'accompagner des clients à l'international, ainsi que ceux qui privilégient le volume d'affaires à la profitabilité **sont voués à disparaître**.

Dans ce contexte, les acteurs du top 5 seront les plus à même de profiter de la consolidation du secteur et de gagner des parts de marché sur les autres concurrents.

Les priorités actuelles des clients vont vers :

- **Des offres globales** : les donneurs d'ordres privilégient les prestataires qui leurs offrent une large gamme de prestations et de moyens (organisation complète des projets) pour externaliser une partie plus ou moins importante de leurs activités non « core business ». A travers ces offres de plus en plus larges (élargissement des prestations, augmentation du niveau de responsabilité, engagements plus longs), les clients essaient de négocier les tarifs à la baisse afin de préserver leurs marges. Cette exigence croissante est surtout perceptible dans l'aéronautique et l'automobile, ces dernières années. Ce comportement a tendance à forcer Akka à mieux sélectionner les projets afin de ne pas privilégier le volume d'activité au détriment de la profitabilité. Par exemple, il n'a pas été référencé par PSA et Sagem car il n'a pas voulu accepter les baisses de tarifs exigées, qui ne lui auraient pas permis de dégager de la marge. Grâce à sa bonne gestion des hommes et à ses récentes acquisitions qui accroissent sa taille et lui permettent de réaliser la moitié de son CA pro forma à l'international, le groupe nous semble bien armé pour mener à bien des projets globaux.
- **Des engagements de moyens et de résultats** : les clients recherchent des modes contractuels plus sophistiqués que de la simple régie (mise à disposition d'hommes et facturation au temps passé, particulièrement adaptée aux activités de conseil). Il y a une demande pour des forfaits (respect du cahier des charges dans les délais et budgets impartis). Ces derniers ont une marge équivalente à la régie mais ils comportent davantage de risques (obligation de résultats), qui sont souvent liés à l'inexactitude ou à l'approximation du cahier des charges et à l'environnement du client (données, logiciels,...). Les pénalités financières, dans le cas du non-respect des délais, sont rarement appliquées car celui-ci provient souvent autant du client que du prestataire de R&D. Nous pensons que les solutions plateaux, dites workpackage (réalisation des projets en mettant des compétences techniques et des moyens logistiques à la disposition des clients, l'équipe est structurée et pilotée par un chef de projet) représentent un bon compromis et n'ont pas d'effet dilutif sur la marge. Elles devraient continuer à se développer dans le secteur ces prochaines années. En 2011, hors croissance externe, Akka a réalisé 75% de son CA en mode régie et 25% en mode projets (en interne, Akka assimile le workpackage à du forfait). Avec 3 mois d'Aeroconseil, ces chiffres sont passés à 70% et 30% respectivement (et à 63/37% sur une base 12 mois). Actuellement, les grands donneurs d'ordre français ont tendance à confier leurs

projets à un nombre de plus en plus réduit d'acteurs (en leur laissant la gestion entière en interne).

- **Des prestations nearshore/offshore** : pour gagner des parts de marché, les acteurs sont tentés d'accroître leurs activités en offshore/nearshore. Il en va de même pour Akka Technologies, qui dispose de 117 personnes en Roumanie, 105 au Maroc et 29 en Tunisie (le groupe est en train de fermer son implantation en Inde pour la réorganiser). Cependant, il n'existe pas encore de véritable modèle offshore éprouvé dans la R&D externalisée car : 1/ il s'adapte mieux aux tâches simples et répétitives (délocaliser le bas du cycle de développement : bureaux d'études, activités de production et de design), et donc moins aux prestations à forte composante technologique ; 2/ la proximité clients est importante en ingénierie de process ; 3/ un cahier des charges externalisable est difficile à élaborer (problème de langue, éloignement de l'équipe projet...) ; 4/ le recrutement de structures d'encadrement et de management est très complexe ; 5/ il engendre des coûts additionnels (interface technique, frais de déplacement...) ; 6/ le personnel est fortement volatil ; 7/ les salaires sont moins élevés, mais le résultat nécessite plus de temps et l'inflation salariale se développe fortement. Finalement, le modèle offshore est risqué car il n'est pas facile à mettre en place, l'économie qui en résulte n'est pas prouvée, et, quand elle existe, elle est souvent réinvestie en R&D. Malgré le fait qu'il pourrait être une solution à la pénurie d'ingénieurs (programmes internationaux), nous pensons que le modèle offshore/nearshore ne se développera pas véritablement tant que les clients ne donneront pas un volume de projets suffisant sur place.

4. Taillé pour surperformer le marché

L'an dernier, comme en 2010, Akka a connu une croissance organique soutenue sur toutes les zones géographiques et activités. Le groupe a atteint ses guidances annuelles (CA à +12% à pcc et MOP courante de ~9%) et surperformé le secteur de la R&D externalisée grâce au rebond de l'automobile. Enfin, il a annoncé 2 opérations structurantes en fin d'année (Aeroconseil et MBtech) qui le font entrer définitivement dans la cour des grands acteurs européens. Fort de cette nouvelle dimension, son exposition à la France diminue sensiblement (marché mature et concurrentiel, qui connaît un ralentissement et où la visibilité est faible) au profit de l'Allemagne (marché dynamique et qui favorise la R&D sur son territoire national). Par conséquent, même en cas de conjoncture économique difficile en 2012 (les conséquences ne seront pas aussi violentes qu'en 2009), Akka devrait tirer son épingle du jeu et de nouveau surperformer le marché. Ces prochaines années, l'Allemagne jouera le rôle de relais de croissance et l'effet de levier opérationnel viendra du redressement de MBtech (elle rejoindra les standards du groupe d'ici 3 ans).

Ainsi, sur 2012/2014, le nouveau groupe Akka Technologies devrait afficher une croissance moyenne de son CA de 5,8%e à pcc (vs +4,3% pour ses pairs) avec une progression des BPA de 25% sur cette même période (vs +7,8%). Ces bons fondamentaux engendreront une forte génération de FCF, qui lui permettra de se désendetter rapidement. En effet, nous estimons son gearing à seulement 25,2%e en 2012 et avec un retour à une situation équilibrée dès 2013e.

Rebond confirmé en 2011

Le groupe a dégagé un CA 2011 de 474 M€, en croissance organique de 12%, principalement tiré par trois secteurs qui ont représenté près de la moitié de son CA (52%). L'activité dans l'automobile (+57% sur 1 an) a connu un rebond chez les grands constructeurs français (Renault et PSA) et une très bonne dynamique en Allemagne (notamment chez BMW). L'aéronautique a enregistré une forte progression (+33%) due en grande partie à l'acquisition d'Aéroconseil, qui contribue pour 3 mois à l'activité annuelle, tandis que l'activité pour EADS a stagné et a été pénalisée par les difficultés de Thalès. Enfin, la diversification clients a porté ses fruits dans le ferroviaire (+19%), notamment chez Bombardier et TUK, et couplée à une croissance soutenue en dehors des frontières françaises (particulièrement en Belgique, 6% de son CA 11). Les seuls bémols concernent la défense, qui décroît en Europe (situation qui devrait durer quelques années), et l'énergie qui a fortement ralenti depuis le séisme qui a touché Fukushima (Japon).

En ce qui concerne les principaux indicateurs du groupe : le mix d'activité a été en faveur des prestations à forte valeur ajoutée (d'où une progression du taux journalier moyen), le rythme de recrutements nets a été modéré (+160 personnes), le taux d'utilisation a atteint un niveau normatif (~91%, +40 pb sur 1 an), il y a eu un recours accru à la sous-traitance sur certains projets (environ 8% des effectifs) et une acquisition importante a été réalisée (Aeroconseil, qui a enregistré des ventes de 28,7 M€ sur 3 mois). La France a, ainsi, pu dégager un CA de 401 M€ (+9,0% à pc) avec une MOP courante après SO de 8,0% (+100 pb, grâce à la forte reprise dans l'automobile qui a engendré un redressement du taux d'utilisation) et à l'international avec un CA de 73 M€ (+33,8% à pc) et une profitabilité de 14,8% (+250 pb, via l'intégration d'Aeroconseil, et la forte hausse de l'activité qui a permis de créer un effet de levier sur les frais de structure). Notons que la marge opérationnelle est structurellement plus forte à l'international car les entreprises y sont de taille moyenne, par conséquent il y a moins de frais de structures, leurs gestions sont optimisées et le marché est moins sous pression qu'en France (la France est bien plus exposée aux secteurs en difficultés que le reste de l'Europe). Le niveau de MOP normatif en France est de 7/8%e et de

14/15%e à l'international (soit une MOP normative groupe de ~10%). A l'étranger, l'évolution de la marge dépend surtout du mix, car le groupe n'a pas encore la taille suffisante dans ses filiales, même en Allemagne avec le rachat de MBtech car il y réalise la quasi intégralité de son CA avec un seul client (EADS).

Tableau 18 : CA et ROP courant après stock options de 2009 à 2011, par zone géographique

En M€	Résultats	2009	2010	2011 réel	Niveau de MOP normative (%)
France	CA	292,3	350,4	401,4	
	ROP courant après SO	12,0	25,8	31,9	
	MOC après SO (%)	4,1	7,4	8,0	7-8
International	CA	40,4	49,8	72,7	
	ROP courant après SO	4,6	6,1	10,8	
	MOC après SO (%)	11,5	12,3	14,8	14-15
Groupe	CA	332,7	400,3	474,0	
	ROP courant après SO	16,6	31,9	42,7	
	MOC après SO (%)	5,0	8,0	9,0	-10

Sources : Société, Natixis

Le groupe a enregistré un taux d'utilisation de ~91% sur l'ensemble de l'exercice (soit +40 pb vs 2010), ce qui lui a permis de dégager une MOP courante de 9,1% avant stock options (+110 pb sur 1 an, en ligne avec la guidance d'environ 9%) et de 9,0% après (+100 pb). La prime sur dividende à été de 0,76 M€, ce qui a pesé négativement à hauteur de 16 pb sur la profitabilité. L'acquisition d'Aeroconseil a eu un effet relatif de 10 pb sur la MOP (et +20 pb en pro forma). Toutes choses égales par ailleurs, nous estimons qu'une variation de +/- 100 pb du taux d'utilisation influe sur la profitabilité d'Akka de +/- 80 pb.

Tableau 19 : Tableau de sensibilité théorique de la profitabilité par rapport à la variation du taux d'utilisation

En %	Taux d'utilisation	MOP courante 2012
	85,0	4,2
	86,0	5,0
	87,0	5,8
	88,0	6,6
	89,0	7,4
	90,0	8,2
	91,0	9,0
	92,0	9,8
	93,0	10,6

Source : Natixis

D'autre part, le taux d'attrition est remonté, à 18,1% (12% est jugé bas, 16/18% normal et plus de 25% élevé), ce qui a eu pour avantage de limiter la progression du salaire moyen (+1,9%e) et donc le pincement des marges (nous estimons la hausse des prix moyens à +2/3%e vs +1,5%e pour le secteur).

Tableau 20 : Evolution du taux d'attrition d'Akka de 2005 à 2011

En %	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Turnover	13,8	13,6	21,0	23,8	10,2	14,1	18,1

Sources : Société, Natixis

Le RNpg est ressorti à 26,9 M€, soit une marge nette de 5,7% en recul de 60 pb sur 1 an, en raison de la hausse des frais financiers (hausse des taux d'intérêt) et de celle du taux d'IS (30%, le groupe ayant utilisé l'essentiel de ses déficits reportables en 2010). Enfin, le groupe a dégagé une position de cash net de 19,2 M€ (18,2 M€ d'investissements dont 8 M€ de Capex et 10 M€ pour l'acquisition d'Aeroconseil). Rappelons que depuis le rachat de Coframi en 2007, le groupe a une dette de sauvegarde remboursable sur 10 ans à taux zéro, c.à.d. jusqu'à 2018. Le montant de cette dette était de 71,7 M€ à l'origine, et s'élève désormais à 44,2 M€.

Tableau 21 : Situation financière d'Akka toujours très saine

En M€	2010	2011
Trésorerie financière nette	11,2	19,2
<i>Gearing (%)</i>	-11	-16
Capitaux propres	99,9	121,1
Dettes financières	70,2	59,9
<i>dont la dette de sauvegarde (taux d'intérêt à 0%)</i>	47,4	44,2

Sources : Société, Natixis

Sur l'exercice 2011, le groupe a atteint les objectifs qu'il s'était fixé et a affiché l'une des meilleures performances de son secteur. Une croissance organique de 12,0%e contre un secteur à +7% et une MOP courante de 9,0% (+100 pb vs 2010) vs une moyenne sectorielle à 8%.

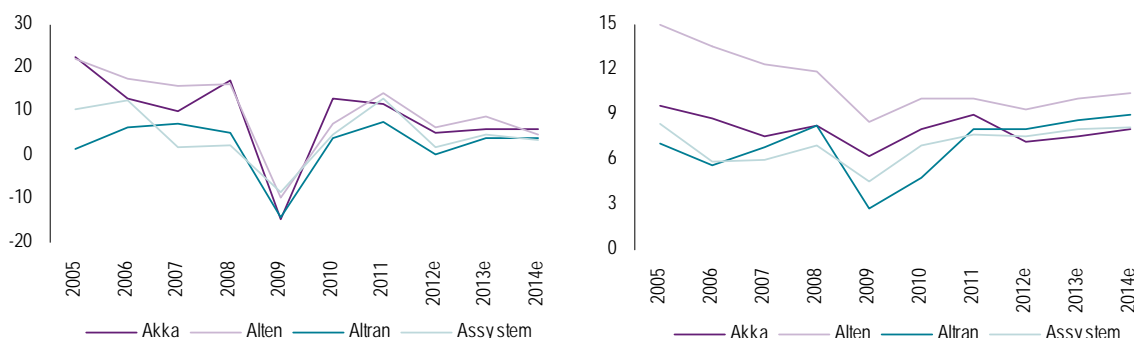
Tableau 22 : Synthèse des taux d'utilisation et MOP courante des principaux acteurs du secteur sur la période 2005/2013e

En %	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e
Akka									
Taux d'utilisation	90,3	91,2	91,5	91,1	82,7	90,6	91,0	90,0	91,2
MOP courante après SO ¹	9,6	8,8	7,6	8,3	6,2	8,0	9,0	7,2	7,6
Alten									
Taux d'utilisation	94,8	94,7	94,3	93,9	90,8	92,7	92,7	91,2	92,5
MOP courante après SO ¹	15,0	13,6	12,4	11,9	8,5	10,1	10,1	9,4	10,1
Altran									
Taux d'utilisation	84,1	83,9	84,6	84	78,6	82,8	84,9 ²	84,3 ²	84,8 ²
MOP courante après SO ¹	7,1	5,7	6,8	8,3	2,8	4,8	8,0	8,0	8,6
Assystem									
Taux d'utilisation	94,5	95,5	94,1	96	86,7	90,3	92,1	92,0	92,0
MOP courante après SO ¹	8,4	5,9	6,0	7,0	4,6	7,0	7,7	7,5	8,0

¹ La MOP courante est après stock options, et l'historique (avant 2010) a été retraité de la CVAE.

² Hors Arthur D. Little.

Source : Estimations Natixis

Graphique 5 : Croissance du CA à pcc et MOP courante¹ des principaux acteurs de la R&D externalisée sur 2005/14e (en %)

¹ La MOP courante est après stock options, et l'historique (avant 2010) a été retraité de la CVAE.

Source : Estimations Natixis

2012 : un remake de 2009 ?

La majorité des acteurs du secteur ont commencé à sentir un changement de comportement de leurs clients et, par voie de conséquence, un ralentissement des appels d'offre dans la finance et le secteur public à la mi-novembre 2011. Mais, ils n'ont pas noté de baisse du nombre de projets ou de demandes de réductions de tarifs massives, contrairement à ce qui s'est passé en 2009. Rappelons, cependant, que les sociétés du secteur ne sont pas les mieux placées pour percevoir l'arrivée d'une crise puisqu'ils ont un profil dit « late cyclical ». La prudence est de mise en 2012 car, en France, les demandes de gains de productivité sont à l'ordre du jour. S'il n'y a pas eu de rupture brutale de l'activité, en revanche il faut s'attendre à un ralentissement du marché cette année. Nous nous attendons à ce que les volumes baissent sur le territoire national, du moins en ce qui concerne les budgets d'investissement dans la R&D mais pas forcément pour Akka grâce à sa nouvelle taille qui la favorise lors de la rationalisation des panels fournisseurs.

Dans ce contexte, Akka subira la conjoncture avec un effet de décalage et surtout de manière atténuée car son exposition à la France s'est fortement réduite (51% en pro forma vs 85% en 2011) grâce à ses récentes acquisitions. Depuis le rachat de MBtech sur le marché allemand, il fait partie des acteurs à plus forts potentiels de développement et les moins risqués sur ces prochaines années. Sa capacité de résistance est renforcée et ses gains de part de marché devraient être importants. L'année prochaine, une fois passée l'intégration d'Aeroconseil et surtout de MBtech, Akka pourrait très bien reprendre sa politique de croissance externe et profiter de la tendance à la globalisation des projets (étape supplémentaire dans le processus d'externalisation).

La dernière crise (2009) a montré que, contrairement au passé, les grands groupes ne sont plus totalement opposés à baisser la R&D dans leurs programmes de réduction de coûts (du moins dans des conjonctures très difficiles). Alors qu'auparavant, celle-ci était véritablement intouchable car considérée comme étant véritablement stratégique. Cela dit, en 2012, nous n'attendons pas des conséquences aussi violentes qu'il y a 3 ans car les clients qui avaient le plus coupé dans leurs budgets R&D en paient aujourd'hui les conséquences en termes d'innovation et de retard dans leurs plans produits. **Globalement, cette année devrait plus être marquée par un allongement du cycle de décision, ce qui pourrait quelque peu peser sur le taux d'utilisation.** Si cette situation se matérialise, Akka ne laissera pas ce taux rester à des niveaux aussi faibles qu'en 2009 sans réagir (90% vs un taux d'utilisation que nous jugeons standard pour le groupe à 91/92%).

Tableau 23 : Synthèse de nos prévisions d'estimations 2012/13e sur Akka Technologies

En M€	2011	vs guidances 2011	2012e	2013e	2014e
CA	474,1		861,9	1 016,6	1 077,7
Variation organique (%)	12,0	12%	5,3	6,1	6,0
Recrutements nets	+160		200	300	350
Effectifs facturables (%)	89,4		89,5	90,0	90,0
Taux d'utilisation	91,0		90,0	91,2	91,5
ROP courant (après SO)	42,7		61,9	77,2	87,4
MOP courante	9,0	-9,0%	7,2	7,6	8,1
RNpg	26,9		37,3	47,7	55,2
Marge nette (%)	5,7		4,3	4,7	5,1
Dette financière nette	-19,2		38,7	-3,0	-52,7

Source : Natixis

Il ne faut, donc, pas s'attendre à une situation de type 2009 (c.à.d. un CA à -14,6% à pcc). A l'époque, Renault avait arrêté les 2/3 de ses projets au 01/01, ce qui avait eu pour conséquence de faire chuter le CA d'Akka sur ce compte d'environ 60% (Akka devait faire face à 600 retours d'ingénieurs, avec un taux d'utilisation tombé à 30% dans l'automobile). En revanche, le CA chez PSA était en croissance car ce client n'était pas très important en taille dans ses revenus. Au global, l'arrêt de certains projets dans l'automobile n'avait pas pu être compensé par les autres secteurs tels que l'aéronautique, l'énergie ou les télécoms. Pour y faire face, le groupe avait fortement concentré ses efforts sur les clients et avait cherché à continuer à se développer sans casser la dynamique interne (priorité à la préservation des emplois). Il a eu notamment recours au crédit impôt recherche (20 M€), est allé chercher d'autres subventions (via la création d'un centre de R&D dans les technologies alternatives dont le 1^{er} projet était sur le véhicule électrique) et a mis en place des mesures de chômage partiel et de formation pour replacer du personnel sur d'autres secteurs (entre 100 et 150 personnes ont ainsi été mutées). Au final, la part du CA réalisée dans le secteur automobile était, ainsi, passée de 15% de son CA en 2008 (~50 M€) à seulement 6/7% en 2009 (~20 M€). Sa stratégie a finalement été la bonne puisqu'il a dégagé la croissance organique la plus forte l'année suivante (+12,9% en 2010 vs ses concurrents directs à seulement +5,3%), et la deuxième meilleure MOP après Alten (5,0% vs ses pairs à 4,5%).

Au T1 12, le groupe a dégagé une croissance du CA de 5,1% à pc (+2% en France et +26% à l'international), dont +3,2%e de croissance embarquée, il faudrait donc une inflexion de tendance particulièrement forte pour qu'il soit en décroissance sur l'ensemble de l'année (Natixis à +5,3%e, nous pensons que la croissance interne se situera dans la fourchette +2/+6%e). La MOP d'Akka nous semble moins à risque qu'en 2009, où elle avait atteint son point bas à 5,0% (soit 6,2% une fois retraitée de la CVAE).

L'effet de levier des acquisitions

Avant de réaliser une acquisition, Akka regarde avant tout le projet industriel (accompagnement des clients dans leurs projets transnationaux, pas d'overlap clients ou pays, complémentarité métiers forte, et complémentarité des technologies). Généralement, le groupe ne paie pas plus de 5x la VE/ROP, et nous estimons qu'il a payé Aeroconseil et MBtech sur des ratios inférieurs. Toutes les deux apportent de la visibilité car les contrats incluent chacun une garantie d'activité de la part du 1^{er} client (EADS et Daimler). Aeroconseil apporte en plus un niveau de profitabilité supérieur à celui d'Akka, et MBtech constitue une nouvelle histoire de redressement des marges (après celle de Coframi et Ekis). En 2012, la priorité du groupe est d'intégrer ces deux croissances externes,

développer des synergies, créer de la mobilité des effectifs à l'international et, ainsi, détacher Akka de la France (déploiement de son modèle à l'étranger).

Depuis l'annonce du rachat de MBtech, il y a de nouveau une histoire de redressement de la rentabilité du groupe à jouer. L'année 2012 sera intégralement consacrée à son intégration. La réussite du redressement opérationnel passera par la réorganisation des équipes pour mutualiser les ressources, accroître la mobilité des équipes entre la France et l'Allemagne, l'ancienneté des relations entre les 2 groupes va permettre de faciliter la mise en place de synergies (de nature technique et commerciale). D'autre part, il devrait gagner des parts de marché auprès d'autres constructeurs automobiles (BMW, Volkswagen AG ou Porsche, par exemple) et sur d'autres secteurs que l'automobile en Allemagne (notamment l'aéronautique via le développement du compte EADS et le ferroviaire). Nous estimons que l'excellent track record du management dans le redressement des acquisitions limite les risques d'intégration ou de dérapages. D'autant plus qu'Akka et MBtech collaborent ensemble depuis de nombreuses années.

Tableau 24 : Les principaux fondamentaux 2011 d'Akka, Aeroconseil et MBtech combinés

	Akka Technologies	Aeroconseil	MBtech	Ensemble combiné
Effectifs	5 765	1 235	3 500	10 500
CA (M€)	446	100	370	916
MOP (%)	9,0	10,0	2,5	6,3
% du CA à international	15	24	9	49

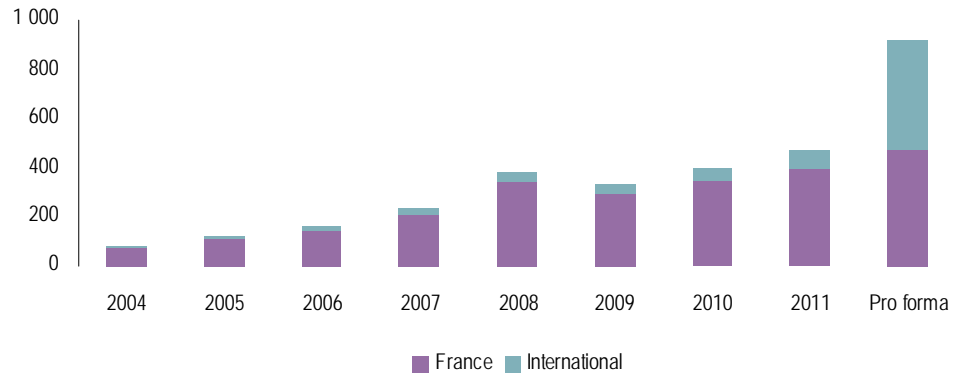
Source : Estimations Natixis

Nous estimons que la MOP de MBtech pourrait atteindre 6/7% d'ici 3 ans via une diversification clients, une rationalisation des fonctions administratives et supports, un alignement des conditions tarifaires et un meilleur contrôle de la productivité des équipes. Elle devrait à terme atteindre la marge normative du groupe (9/10%). Il dispose également de différents autres leviers tels que la montée en valeur ajoutée de son offre (centrée sur les technologies), une plus grande sélection avant d'accepter un projet (il se doit d'être rentable), un contrôle serré des coûts indirects, du taux d'utilisation et des prix. Enfin, ces prochaines années, la contribution croissante des activités internationales jouera en faveur de l'amélioration mécanique de la rentabilité. Nous tablons donc sur une MOP courante après SO de 7,2%e en 2012 (-180 pb, suite à la consolidation de MBtech début avril, dont la MOP est de 3%e).

Sur les 3 prochaines années, le nouveau groupe Akka Technologies devrait afficher une croissance moyenne de son CA de 5,2%e à pcc (vs +3,6% pour ses pairs) avec une progression des BPA de 25% sur cette même période. Ces bons fondamentaux engendreront une forte génération de FCF, qui lui permettra de se désendetter rapidement. En effet, nous estimons son gearing à seulement 25,2%e en 2012 et avec un retour à une situation financière équilibrée dès 2013e.

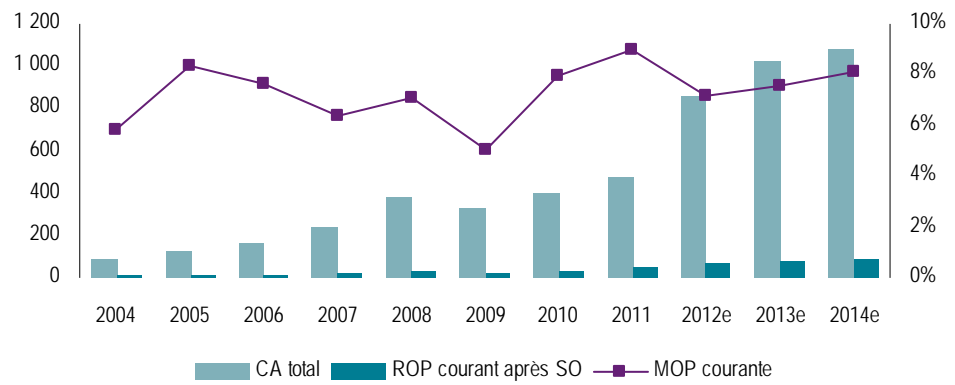
Nous pensons que le management d'Akka donnera des guidances annuelles chiffrées (CA et MOP), à l'occasion de son CA T3 12 (30/10/2012).

Graphique 6 : Progression de l'international dans le CA d'Akka, Aeroconseil et MBtech combinés (en M€)



Source : Estimations Natixis

Graphique 7 : Evolution du CA (M€) et de la MOP courante d'Akka de 2004 à 2014e



Source : Estimations Natixis

Eléments financiers au 31/12

Akka Technologies

Décomposition par zone géographique (M€)	2010	2011	2012e	2013e	2014e	TMVA 11/14
Chiffre d'affaires	400,3	474,1	861,9	1 016,6	1 077,7	31,5%
France	350,4	401,4	491,3	518,5	549,6	11,0%
International	49,8	72,7	370,6	498,2	528,0	93,6%
Compte de résultat (M€)	2010	2011	2012e	2013e	2014e	TMVA 11/14
Chiffre d'affaires	400,3	474,1	861,9	1 016,6	1 077,7	31,5%
<i>Variation</i>	<i>20,3%</i>	<i>18,4%</i>	<i>81,8%</i>	<i>18,0%</i>	<i>6,0%</i>	
Croissance organique	12,9%	12,0%	5,3%	6,1%	6,0%	
Excédent brut d'exploitation	34,0	43,3	66,2	83,3	94,9	29,9%
<i>Variation</i>	<i>47,0%</i>	<i>27,5%</i>	<i>52,8%</i>	<i>25,9%</i>	<i>13,9%</i>	
Résultat d'exploitation publié	31,9	42,7	61,9	77,2	87,4	27,0%
<i>Variation</i>	<i>91,8%</i>	<i>33,7%</i>	<i>44,9%</i>	<i>24,8%</i>	<i>13,2%</i>	
Résultat d'exploitation corrigé	31,9	42,7	61,9	77,2	87,4	27,0%
<i>Variation</i>	<i>91,8%</i>	<i>33,7%</i>	<i>44,9%</i>	<i>24,8%</i>	<i>13,2%</i>	
Marge d'exploitation	8,0%	9,0%	7,2%	7,6%	8,1%	
Résultat financier net	-3,0	-4,4	-3,4	-1,6	0,0	
Résultat courant avant impôt	29,0	38,3	58,5	75,6	87,4	31,7%
Résultat exceptionnel	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Impôt sur les sociétés	-3,8	-11,4	-17,5	-22,7	-26,2	
Amt. / dep. survaleurs	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Résultat des SME	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Intérêts minoritaires	0,0	0,0	-3,6	-5,2	-6,0	
Résultat net des activités cédées	-	-	-	-	-	
Résultat net part du groupe	25,2	26,9	37,3	47,7	55,2	27,1%
<i>Variation</i>	<i>106,5%</i>	<i>6,7%</i>	<i>38,8%</i>	<i>27,8%</i>	<i>15,7%</i>	
RNPG corrigé	25,2	26,9	37,3	47,7	55,2	27,1%
<i>Variation</i>	<i>106,5%</i>	<i>6,7%</i>	<i>38,8%</i>	<i>27,8%</i>	<i>15,7%</i>	
Tableau de financement (M€)	2010	2011	2012e	2013e	2014e	TMVA 11/14
MBA	28,6	36,7	45,3	59,0	68,7	23,3%
Investissements nets	-4,6	-4,4	-8,6	-10,2	-10,8	35,1%
Diminution (Augmentation) du BFR	2,0	-8,0	4,2	1,8	0,7	
Cash-flow disponible	26,1	24,3	40,9	50,6	58,6	34,2%
Investissements financiers	-6,2	-12,0	-90,3	-0,3	-0,3	
Distribution	-3,7	-7,6	-8,5	-8,6	-8,6	4,1%
Augmentation de capital	0,3	1,8	0,0	0,0	0,0	
Produits de cessions	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Divers	4,4	1,5	0,0	0,0	0,0	
Augmentation (Diminution) de la trésorerie	20,9	8,0	-57,9	41,7	49,7	
Endettement net	-11,2	-19,2	38,7	-3,0	-52,7	
Gearing	-11,2%	-15,9%	25,2%	-1,5%	-21,1%	

Bilan simplifié (M€)	2010	2011	2012e	2013e	2014e	TMVA 11/14
Immobilisations nettes	102,3	107,2	201,8	206,2	209,7	25,1%
dont survaleur nette	93,2	94,1	166,4	166,6	166,9	
dont survaleur brute	154,2	162,2	234,4	234,7	234,9	
Immobilisations financières	11,1	14,7	14,7	14,7	14,7	
BFR	-13,7	-5,7	-9,9	-11,7	-12,4	
Actif net des activités cédées	-	-	-	-	-	-
Fonds propres ensemble	99,9	121,1	153,5	197,9	250,4	27,4%
dont part du groupe	99,9	121,1	149,9	189,0	235,6	
Provisions	10,9	14,3	14,3	14,3	14,3	
Endettement net	-11,2	-19,2	38,7	-3,0	-52,7	

Données par action (€)	2010	2011	2012e	2013e	2014e	TMVA 11/14
Nombre de titres à la cote (millions)	11,0	11,7	12,4	12,4	12,4	1,9%
Nombre de titres dilué (millions)	11,0	11,7	12,4	12,4	12,4	2,0%
BPA publié	2,31	2,21	3,02	3,85	4,46	26,4%
BPA corrigé	2,30	2,30	3,02	3,85	4,45	24,6%
Survaleur	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	ns
Cash-flow	2,63	3,01	3,66	4,77	5,55	22,6%
Dividende net	0,70	0,70	0,69	0,69	0,69	-0,2%
Taux de distribution	30,2%	31,5%	23,0%	18,0%	15,5%	
Fonds propres	9,18	9,95	12,12	15,28	19,05	24,2%

Ratios financiers	2010	2011	2012e	2013e	2014e	TMVA 11/14
Frais de personnel (M€)	285	320	624	737	774	34,3%
Frais de personnel (% du CA)	71,2%	67,4%	72,4%	72,5%	71,8%	
Rex (% du CA)	8,0%	9,0%	7,2%	7,6%	8,1%	
Rex corrigé (% du CA)	8,0%	9,0%	7,2%	7,6%	8,1%	
Taux d'imposition apparent	-13,1%	-29,8%	-30,0%	-30,0%	-30,0%	
Marge nette	6,3%	5,7%	4,8%	5,2%	5,7%	
Rentabilité des fonds propres	25,2%	22,2%	24,9%	25,2%	23,4%	
Rentabilité capitaux investis	14,2%	17,6%	16,7%	20,6%	23,1%	
Capitaux investis (M€)	150	170	260	263	265	16,1%
Couverture des frais financiers (x)	10,8	9,7	18,3	47,3	ns	
Endettement net/EBE (x)	-0,3	-0,4	0,6	0,0	-0,6	
Gearing	-11,2%	-15,9%	25,2%	-1,5%	-21,1%	
BFR (% du CA)	-3,4%	-1,2%	-1,1%	-1,1%	-1,1%	
Survaleur (% des fonds propres)	93,2%	77,8%	108,4%	84,2%	66,6%	
Investissements nets (% du CA)	-1,1%	-0,9%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	

Ratios boursiers	2012e	2013e	2014e
VE/CA (x)	0,3	0,2	0,2
VE/EBE (x)	4,4	3,0	2,1
VE/Rex corrigé (x)	4,7	3,2	2,3
Cours/Fonds propres (x)	1,7	1,3	1,1
Cours/Cash-flow (x)	5,5	4,2	3,6
PE corrigé	6,7	5,3	4,6
PE publié	6,7	5,2	4,5
Rdt Net	3,4%	3,4%	3,4%
Free cash flow yield (%)	16,3%	20,2%	23,3%

Ce document peut évoquer des méthodes d'évaluation dont les définitions résumées sont les suivantes :

- 1/ Méthode des comparaisons boursières : les multiples de valorisation de la société évaluée sont comparés à ceux d'un échantillon de sociétés du même secteur d'activité, ou d'un profil financier similaire. La moyenne de l'échantillon établit une référence de valorisation, à laquelle l'analyse ajoute le cas échéant des décotes ou des primes résultant de sa perception des caractéristiques spécifiques de la société évaluée (statut juridique, perspectives de croissance, niveau de rentabilité...).
- 2/ Méthode de l'ANR : l'Actif Net Réévalué est une évaluation de la valeur de marché des actifs au bilan d'une société par la méthode qui apparaît la plus pertinente à l'analyste.
- 3/ Méthode de la somme des parties : la somme des parties consiste à valoriser séparément les activités d'une société sur la base de méthodes appropriées à chacune de ces activités puis à les additionner.
- 4/ Méthode des DCF : la méthode des cash-flows actualisés consiste à déterminer la valeur actuelle des liquidités qu'une société dégagera dans le futur. Les projections de cash-flows sont établies par l'analyste en fonction de ses hypothèses et de sa modélisation. Le taux d'actualisation utilisé est le coût moyen pondéré du capital, qui représente le coût de la dette de l'entreprise et le coût théorique des capitaux propres estimés par l'analyste, pondérés par le poids de chacune de ces deux composantes dans le financement de la société.
- 5/ Méthode des multiples de transactions : la méthode consiste à appliquer à la société évaluée les multiples observés dans des transactions déjà réalisées sur des sociétés comparables.
- 6/ Méthode de l'actualisation des dividendes : la méthode consiste à établir la valeur actualisée des dividendes qui seront perçus par l'actionnaire d'une société, à partir d'une projection des dividendes réalisée par l'analyste et d'un taux d'actualisation jugé pertinent (généralement le coût théorique des fonds propres).
- 7/ Méthode de l'EVA : la méthode "Economic Value Added" consiste à déterminer le surcroît annuel de rentabilité dégagé par une société sur ses actifs par rapport à son coût du capital (écart également appelé "création de valeur"). Ce surcroît de rentabilité est ensuite actualisé pour les années à venir avec un taux correspondant au coût moyen pondéré du capital, et le résultat obtenu est ajouté à l'actif net comptable.

* Jusqu'au 30/04/2010, les recommandations de Natixis portaient sur les 6 prochains mois et étaient définies comme suit :

Acheter	Potentiel de hausse supérieure à 15% par rapport au marché assorti d'une grande qualité des fondamentaux.
Renforcer	Potentiel de hausse de 0 à 15% avec un niveau de risque élevé
Alléger	Potentiel de baisse de 0 à 15%
Vendre	Potentiel de baisse supérieure à 15% et/ou avec des risques très élevés sur les fondamentaux industriels et financiers.

A compter du 1/05/2010, les recommandations de Natixis portent sur les 6 prochains mois et sont définies comme suit :

Acheter	Potentiel de hausse supérieure à 10%.
Neutre	Potentiel compris entre 10% et -10%
Alléger	Potentiel de baisse supérieure à -10% et/ou de risques élevés sur les fondamentaux industriels et financiers.
App. ses titres	Réponse favorable à une offre publique (rachat, retrait,...)

Au 23/05/2012, les recommandations de Natixis ainsi que la part, par rapport à l'échantillon de valeurs suivies, des émetteurs pour lesquels sa maison mère Natixis a fourni des services d'investissement sur les 12 derniers mois se répartissent comme suit :

	Valeurs suivies	Valeurs Corporate
Acheter	45,38%	2,52%
Neutre	38,94%	0,56%
Alléger	14,57%	0,00%

Les cours de référence sont basés sur les cours de clôture.

Ce document d'informations s'adresse exclusivement à une clientèle de professionnels ou d'investisseurs qualifiés. Il vous est communiqué à titre d'information et ne peut être divulgué à un tiers sans le consentement préalable de Natixis. Il ne constitue ni une offre ni une invitation à acheter ou à souscrire des instruments financiers. Les informations contenues dans ce document proviennent de sources publiques soigneusement sélectionnées. Malgré la réalisation de toutes les diligences requises pour s'assurer que ces informations soient exactes au moment de leur publication, aucune déclaration de garantie n'est faite quant à leur exactitude, exhaustivité ou sincérité. Les performances passées et simulées ne garantissent pas les performances futures. Toute opinion contenue dans le présent document reflète le contexte actuel et peut être modifiée à tout moment sans préavis. Natixis ne saurait être tenue responsable des conséquences d'une quelconque décision prise au regard des informations contenues dans ce document. Natixis a mis en place des procédures appropriées de séparations des activités visant en particulier à prévenir les conflits d'intérêt entre ses activités de Recherche et ses autres activités. Ces « barrières à l'information » peuvent être détaillées sur demande auprès du Responsable de la conformité. A la date de cette publication, Natixis et/ou l'une de ses filiales ou sous-filiales peuvent être en conflit d'intérêt avec l'émetteur mentionné. En particulier, il se peut ainsi que Natixis ou toute personne morale ou physique liée, leurs dirigeants, leurs représentants légaux ou leurs salariés aient investi pour leur propre compte ou agissent ou envisagent d'agir, dans les douze mois à venir, en tant que conseiller, apporteur de liquidité, teneur de marché, ou banquier d'affaires d'une des sociétés mentionnées dans cette publication.

Natixis est agréée par l'Autorité de contrôle prudentiel (ACP) en France en qualité de Banque – prestataire de services d'investissements et soumise à sa supervision. Natixis est réglementée par l'AMF (Autorité des Marchés Financiers) pour l'exercice des services d'investissements pour lesquels il est agréé.

Ce document de recherche est distribué depuis le Royaume Uni par Natixis, Succursale de Londres, qui est reconnue par l'ACP et réglementée par la « Financial Services Authority » pour ses activités au Royaume Uni. Les détails concernant la régulation qu'exerce la FSA peuvent être obtenus sur simple demande à la Succursale de Londres.

La communication / distribution de ce document en Allemagne est réalisée / sous la responsabilité de Natixis, Succursale d'Allemagne. Natixis est agréée par l'ACP et réglementée par la BaFin (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht) pour la conduite de ses activités en Allemagne.

Natixis est agréée par l'ACP et régulée par la Banque d'Espagne (Bank of Spain) et la CNMV pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Espagne.

Natixis est agréée par l'ACP et régulée par la Banque d'Italie et la CONSOB (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Italie.

Natixis, Négociateur pour compte de tiers et pour compte propre agréé à l'étranger, ne destine la diffusion aux Etats-Unis de cette publication qu'aux « major U.S. institutional investors », définis comme tels selon les règles de la SEC. Ce document ne peut être distribué à aucune autre personne aux Etats-Unis. Chaque « major U.S. institutional investors » qui reçoit ce document, s'engage, par cet acte, à ne pas en distribuer l'original ni une copie à quiconque. Natixis Securities Americas LLC, Négociateur pour compte de tiers et pour compte propre agréé aux Etats-Unis et membre de la FINRA, est une filiale de Natixis. Natixis Securities Americas LLC n'est impliquée d'aucune manière dans l'élaboration de cette publication et en conséquence ne reconnaît aucune responsabilité quant à son contenu. Cette publication a été élaborée et vérifiée par les analystes de Natixis, qui ne sont pas associés de Natixis Securities Americas LLC et n'ont pas fait l'objet d'un enregistrement professionnel en tant qu'analyste auprès de la FINRA et ne sont donc pas soumis aux règles édictées par la FINRA.

Natixis

Paris	Adresse des bureaux	Adresse postale
30 avenue Pierre Mendès France 75013 Paris France	47 quai d'Austerlitz 75013 Paris France	BP 4 75060 Paris Cedex 02 France
<i>Société anonyme à Conseil d'administration au capital de 4 653 020 308,80 € 542 044 524 RCS Paris</i>		

Responsable de la Recherche Equity

Sixte de Gastines
Tel. (33 1) 58 55 06 87
sixte.degastines@natixis.com

Responsable de la Recherche Sectorielle

François Digard
Tel. (33 1) 58 55 03 40
francois.digard@natixis.com

Responsable Vente Actions

Europe Continentale
Philippe Denoyelle
Tel. (33 1) 58 55 05 91
philippe.denoyelle@natixis.com

Responsable Vente Actions UK et US

Chris Thompson
Tel. (44 203) 216 9565
chris.thompson@uk.natixis.com

Responsable Sales trading

Christophe Pallard
Tel. (33 1) 58 55 90 71
christophe.pallard@natixis.com

Responsable Vente Corporate

Cédric Richard
Tel. (33 1) 58 55 90 60
cedric.richard@natixis.com

Natixis Securities Americas LLC.

New York
9 West 57th Street
New York, NY 10105
USA
Member of the NASD and SIPC
Chris Thompson
Tel. (44 203) 216 9565
chris.thompson@uk.natixis.com

Natixis

Francfort
Im Trutz Frankfurt 55
D-60322 Frankfurt
Allemagne

Sarah Schmitz
Tel. (49 69) 971 53 312
sarah.schmidtke@de.natixis.com

Londres

Natixis London Branch LTD
Cannon Bridge House
25 Dowgate Hill
Londres EC4R 2YA
Royaume-Uni

Chris Thompson
Tel. (44 203) 216 9565
chris.thompson@uk.natixis.com