SORGEM
ÉVALUATION

ANALYSE DES ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX D'OFFRE CONTENUS DANS LE PROJET DE NOTE EN REPONSE A L'OFFRE DE CAPGEMINI

Paris, le 3 octobre 2019

Consultation réalisée à la demande de l'ADAM

Strictement Confidentiel

N/Réf : 19/148/R/MN/FM/BD

11, rue Leroux
75116 Paris
Tel. + 33 (0)1 40 67 20 00
Fax + 33(0)1 40 67 74 14

Sommaire

LIMINAIRE **4**

I. INFORMATIONS ET DOCUMENTS UTILISES **5**

II. APPRECIATION DU PRIX D'OFFRE PAR L'EXPERT INDEPENDANT **6**

III. METHODE DCF **8**

1. Sur le taux d'actualisation 8

1.1 L'affirmation de l'Expert indépendant – selon laquelle le taux utilisé pour les tests de dépréciation n'est pas de la même nature que celui utilisé pour une évaluation financière – ne nous parait pas justifiée 9

1.2 Compte tenu du poids de l'ensemble des UGT testées dans l'activité d'ALTRAN, les différents wacc utilisés par la société constituent bien un ensemble de références pertinentes pour apprécier le wacc global du groupe 10

1.3 Ces taux, calculés en interne, font l'objet d'une revue par les commissaires aux comptes avec l'appui de leurs experts en évaluation 11

1.4 Les taux utilisés par les analystes ont augmenté depuis la révélation de la fraude chez Aricent, dans un contexte où à l'inverse les taux d'intérêt s'inscrivaient en forte baisse..... 11

1.5 Compte tenu des annonces faites au marché sur l'ampleur limitée de la fraude et les objectifs inchangés du plan, ces taux pré-fraude constituent selon nous des références pertinentes 12

2. Sur l'amplitude de la fourchette de valeurs retenue en conclusion 13

2.1 L'Expert indépendant retient une fourchette de valeurs dont l'amplitude est particulièrement faible..... 13

2.2 Cette amplitude particulièrement faible s'explique par les variations de seulement +/-0,125% retenues en sensibilité par l'Expert indépendant. Retenir un intervalle de confiance aussi faible autour du taux d'actualisation ne correspond pas à la pratique habituelle des évaluateurs. 13

3. Autres éléments d'appréciation 14

3.1 Date d'actualisation des flux 14

3.2 Provisions pour risques à long terme 14

3.3 Nombre d'actions 14

IV. COMPARABLES BOURSIERS **15**

1. Sur le choix de l'échantillon 15

1.1 En plus d'Alten et d'Akka, l'Expert indépendant retient cinq sociétés dont le caractère comparable est discutable et qui sont, en tout état de cause, moins comparables à Altran que ne le sont Alten et Akka 15

1.2 Trois de ces cinq sociétés ne sont d'ailleurs pas identifiées par le management d'Altran comme des concurrents significatifs. Les deux autres sont présentées, à la différence d'Altran, comme des acteurs mono-industrie et/ou mono-pays. 16

1.3 Les analystes couvrant l'action Altran – qui semblent constituer pour l'Expert indépendant le principal point de comparaison en termes de taux d'actualisation – privilégient très largement les comparaisons à Alten et Akka 17

2. Sur les calculs et les résultats 17

PROJET

2.1 La prise en compte de sociétés qui nous semblent non comparables – et qui sont, en tout état de cause, moins comparables à Altran qu'Alten et Akka – conduit à des multiples moyens très inférieurs à ceux d'Alten 17
2.2 Les multiples moyens retenus par l'Expert indépendant ressortent supérieurs à ceux d'Akka mais les multiples qu'il calcule sur ce comparable semblent ne pas prendre en compte l'affacturage déconsolidant 18
2.3 L'Expert indépendant conduit ses calculs au 24 juin en considérant que les hausses postérieures de cours – notamment celui d'Alten – sont uniquement dues à un effet spéculatif lié à l'opération, ce qui n'est pas établi 18

3. Sur l'amplitude de la fourchette de valeurs retenue 19

3.1 L'Expert indépendant retient uniquement les multiples moyens sans prendre en compte la dispersion des résultats 19
3.2 La prise en compte d'une sensibilité de +/- 1 écart-type autour des multiples moyens pourrait conduire à une valeur par action supérieure à 14 € en borne haute 19

V. SUR LES REFERENCES DE VALEUR 20

1. Référence à la transaction Apax 20
2. Prix cible et cours de bourse 20

VI. CONCLUSION 22

PROJET

Liminaire

Le 24 juin 2019, Capgemini (l'« Initiateur ») et Altran ont annoncé avoir conclu un accord de négociations exclusives en vue de l'acquisition d'Altran (la « Société ») par Capgemini dans le cadre d'une offre publique d'achat amicale au prix de 14,00 euros par action Altran, payable en numéraire (ci-après l'« Offre »).

A cette occasion, Capgemini a annoncé avoir d'ores et déjà signé un accord définitif pour l'acquisition d'un bloc de 11% du capital d'Altran auprès d'actionnaires réunis autour d'Apax Partners.

Le 12 août 2019, Capgemini et Altran ont annoncé la signature d'un accord de rapprochement (*Tender Offer Agreement*) énonçant les termes et conditions du projet d'acquisition d'Altran par Capgemini dans le cadre de l'Offre. Il a été également annoncé que le conseil d'administration d'Altran, réuni le 9 août 2019, a désigné le cabinet L'Expert indépendant en qualité d'expert indépendant (ci-après l' « Expert indépendant »).

Dans le cadre de l'Offre, l'Association de Défense des Actionnaires Minoritaires (ADAM), qui assiste plusieurs actionnaires d'Altran dans la défense de leurs intérêts, a mandaté Sorgem Evaluation afin de donner notre avis sur le prix d'Offre de 14,00 euros par action Altran, en vue d'informer les actionnaires d'Altran sur l'intérêt d'apporter ou non leurs titres à l'Offre (la « Mission n°1 »).

Notre avis a été rendu dans une note en date du 5 septembre 2019, qui indiquait notamment en conclusion : « ***sur la base de nos travaux, il ressort que le prix d'Offre de 14,0 euros est inférieur à la valeur intrinsèque de l'action Altran. De plus, il n'intègre aucun montant au titre des synergies pourtant significatives attendues de l'opération.*** »

Le 23 septembre 2019, le projet de note d'information ainsi que le projet de note en réponse à l'Offre, qui intègre le rapport de l'Expert indépendant, ont été déposés auprès de l'AMF.

Dans ce contexte, l'ADAM nous a mandatés afin de donner notre avis sur les éléments d'appréciation du prix d'offre contenus dans le projet de note en réponse, et plus particulièrement dans le rapport de l'Expert indépendant, afin d'indiquer si ces éléments étaient de nature à remettre en cause notre avis du 5 septembre (la « Mission n°2 »).

PROJET

I. INFORMATIONS ET DOCUMENTS UTILISES

Pour accomplir la Mission n°2, nous avons utilisé les documents et informations publiques, notamment sur la Société et sur l'Initiateur.

Nous avons en outre utilisé l'information disponible dans les bases de données financières auxquelles nous avons accès à travers les outils Bloomberg, Eikon et Datastream.

Conformément à la pratique en la matière, nous n'avons pas audité ou validé les données utilisées. Nous avons néanmoins cherché à en apprécier la cohérence.

Nous précisons en outre que dans le cadre de la Mission n°2, nous n'avons pas sollicité d'échanges avec la Société, l'Initiateur ou l'Expert indépendant.

PROJET

II. APPRECIATION DU PRIX D'OFFRE PAR L'EXPERT INDEPENDANT

Pour apprécier le Prix d'offre, l'Expert indépendant a mis en œuvre une approche multicritères comprenant tout d'abord une **méthode DCF**, conduite à partir de deux scénarios et fondée notamment sur un taux d'actualisation de 8,74%. Celle-ci conduit :

- à une valeur centrale de **12,9 €** par action Altran pour le scénario fondé sur les données du plan stratégique de la société, avec une **borne basse de 12,5 €** (–3,1% par rapport à la valeur centrale) et une **borne haute de 13,4 €** (+3,9%) ;

- à une valeur centrale de **12,7 €** par action Altran pour le scénario fondé sur les consensus d'analystes, avec une **borne basse de 12,2 €** (–3,9% par rapport à la valeur centrale) et une **borne haute de 13,2 €** (+3,9%).

L'Expert indépendant a également mis en œuvre la **méthode des comparables boursiers**, à partir d'un échantillon de sept sociétés.

Pour déterminer sa fourchette de valeurs par action Altran, L'Expert indépendant retient les multiples moyens d'EBIT 2019 (11,2x), 2020 (9,6x) et 2021 (8,9x) de l'échantillon. Appliqués aux données du plan d'affaires et après prise en compte de la valeur des contrats IBM (traitée séparément du reste de l'activité), ces multiples conduisent à une valeur par action Altran comprise **entre 10,3 € et 11,0 €**.

En complément de ces deux méthodes, l'Expert indépendant a également retenu comme référence :

- le **cours cible des analystes** à la veille de l'annonce de l'opération, dans une fourchette de valeurs comprises **entre 11,0 € et 13,5 €**, correspondant à la fourchette extériorisée par un échantillon de 9 analystes après retraitement des prix cibles minimum (9,3 € d'Invest Securities) et maximum (17,0 € de Bryan Garnier) ;

- différentes moyennes de cours de bourse à la veille de l'annonce (**entre 8,5 €** – cours moyen pondéré sur 12 mois – **et 11,2 €** – spot au 24 juin retraité du dividende versé depuis) ;

- le prix d'acquisition par Capgemini du bloc de 11,43% auprès d'Apax Partners (**14,0 €**).

En faisant le constat que le prix de 14,0 € – qui correspond aux conditions financières de la transaction avec Apax Partners – extériorise une prime sur l'ensemble des résultats

PROJET

issus des méthodes et références d'évaluation (à la fois sur les valeurs centrales et les bornes hautes), l'Expert indépendant considère en conclusion que « ***le prix d'Offre de 14,0 € permet à l'actionnaire de bénéficier de la liquidité sur la valeur fondamentale de ses titres et d'une partie des synergies envisagées par l'initiateur*** »[1]

Nous allons dans la suite de la présente note examiner les principales différences entre nos travaux et ceux de l'Expert indépendant en ce qui concerne (i) la mise en œuvre des différentes méthodes (DCF – III – et comparables boursiers – IV) et (ii) l'analyse des différentes références (cours, prix cible des analystes et achat du bloc à Apax Partners – V), étant précisé que dans le cadre de notre Mission n°1, nous avons retenu les mêmes méthodes et références que celles retenues par l'Expert indépendant à titre principal[2].

PROJET

[1] Rapport de l'Expert indépendant p. 68

[2] L'Expert indépendant met également en œuvre la méthode des transactions comparables mais uniquement à titre indicatif. Celle-ci conduit à une valeur par action comprise entre 13,4 € et 15,5 €.

III. METHODE DCF

1. Sur le taux d'actualisation

L'Expert indépendant retient un taux d'actualisation de 8,74%, inférieur au nôtre (7,5%).

Cette différence explique l'essentiel de l'écart entre la valeur centrale de l'Expert indépendant dans le scénario du plan stratégique (12,9 €) et notre valeur centrale dans le même scénario (17,0 €). En effet, la prise en compte d'un taux d'actualisation de 8,74% dans nos travaux conduirait à une valeur centrale de 12,8 €.

L'Expert indépendant indique que « *ce taux d'actualisation de 8,74% s'inscrit dans le bas de la fourchette des taux retenus par les analyses pré-annonce suivant le titre Altran, soit entre 8,5% et 9,5%.* »[3]

L'Expert indépendant considère que le taux de 7,5% est trop faible, au seul motif qu'il s'éloigne des taux retenus par les analystes suivant l'action Altran.

Si le taux de 7,5% est effectivement inférieur à celui des analystes, il s'inscrit en revanche, comme nous l'indiquions dans notre rapport du 5 septembre, « *dans le haut de la fourchette de taux d'actualisation retenus par Altran dans ses tests de dépréciation 2018* »[4].

L'Expert indépendant rejette cette référence aux *wacc* calculés en interne par Altran et revus par les commissaires aux comptes du groupe, au motif que le taux d'actualisation utilisé sert à déterminer une valeur d'utilité et non une valeur fondamentale :

« *La référence au taux d'actualisation retenu par la société dans le cadre de ses tests de dépréciation en application des normes IFRS n'est pas selon nous pertinente dans le contexte, et plus largement dans une approche d'évaluation financière.*

L'objectif de la norme IAS 36 est de vérifier que la valeur comptable des seuls actifs acquis inscrits dans les comptes n'est pas supérieure à leur valeur recouvrable, cette valeur étant appréhendée par référence à une notion de valeur d'utilité et non par rapport à la valeur fondamentale. »[5]

---

[3] Rapport de l'Expert indépendant p. 47
[4] Rapport Sorgem du 5 septembre p. 15
[5] Rapport de l'Expert indépendant p. 64

PROJET

1.1 L'affirmation de l'Expert indépendant – selon laquelle le taux utilisé pour les tests de dépréciation n'est pas de la même nature que celui utilisé pour une évaluation financière – ne nous parait pas justifiée

Afin d'éclairer le débat sur cette question, l'ADAM a adressé à deux Expert indépendants-comptables, MM. PAPER[6] et NAHUM[7], spécialistes des normes comptables, les deux questions suivantes :

1. Pouvez-vous nous confirmer que le taux d'actualisation utilisé par un participant de marché (market participant) pour réaliser l'évaluation financière d'une UGT selon la méthode des DCF devrait en principe être identique à celui utilisé en interne pour déterminer la valeur d'utilité de la même UGT dans le cadre de l'application d'IAS 36 ?

2. Pouvez-vous par ailleurs nous confirmer que lorsque l'ensemble des UGT testées correspondent à l'essentiel de l'activité de la société, l'ensemble des taux d'actualisation utilisés pour ces tests à l'aide d'une méthode de DCF constituent une référence pertinente pour estimer le *wacc* de la société ?

Dans un rapport commun en date du 3 octobre 2019 étayant leur avis, les deux Expert indépendants ont répondu par l'affirmative à ces deux questions.

Par ailleurs, on observe que dans le cadre d'attestations d'équité (au sens du règlement général de l'AMF), certains experts indépendants font référence aux taux utilisés dans les tests d'*impairment*.[8]

En outre, nous n'avons pas identifié d'études faisant état d'une divergence systématique entre les taux d'actualisation utilisés pour les tests d'impairment et les taux utilisés en matière d'évaluation financière.

PROJET

[6] Dirigeant de Paper Audit & Conseil, Expert indépendant-comptable et commissaire aux comptes, Ancien rapporteur du Conseil National de la Comptabilité, Ancien associé & directeur de la Doctrine comptable d'un grand cabinet d'audit

[7] Dirigeant de William Nahum Associés et Partenaires, Expert indépendant-comptable, commissaire aux comptes, Expert indépendant de justice près la cour d'Appel de Paris et agréé par la Cour de cassation, ancien membre de l'Autorité des Normes Comptables

[8] Cf. notamment en 2019 l'offre publique sur Keyyo

Enfin, un certain nombre de grands cabinets d'audit proposent dans leurs services d'assistance aux *impairment* tests de réconcilier les valeurs d'utilité et les valeurs de marché[9].

1.2 Compte tenu du poids de l'ensemble des UGT testées dans l'activité d'ALTRAN, les différents wacc utilisés par la société constituent bien un ensemble de références pertinentes pour apprécier le wacc global du groupe

Nous reprenons ci-dessous la répartition géographique du chiffre d'affaires consolidé 2018 du groupe et indiquons si la zone considérée fait l'objet d'un test de dépréciation[10] :

Pays/ Entité	% CA conso 2018	UGT testée ?	Taux d'actualisation
France	33,6%	Oui	6,7%
Aricent	16,0%	Oui	7,6%
Allemagne et Autriche	10,6%	Oui	6,9%
Péninsule Ibérique	9,1%	Oui Espagne	7,6%
		Non Portugal*	n.a
Italie	8,0%	Oui	8,0%
Royaume-Uni	7,0%	Oui	7,3%
Amériques hors Aricent	5,8%	Oui Amérique du Nord	7,6%
		Oui Inde	11,2%
		Non Autres*	n.a
Belgique et Pays-Bas	5,4%	Oui	[5,42% - 6,04%]
Scandinavie	2,1%	Non*	n.a
Suisse	1,2%	Non*	n.a
Asie	1,1%	Oui Chine	8,7%
		Non Autres*	n.a

** Ces pays sont potentiellement testés dans l'UGT « Autres »*

Source : Document de Référence Altran 2018 - p.147/148 et 187

Les données ci-dessus montrent bien que l'essentiel de l'activité du groupe est couvert par les tests de dépréciation.

[9] Cf. par exemple : « Top 10 tips for impairment testing », PWC, Décembre 2008

[10] Nous avons considéré qu'une zone géographique était couverte par les tests de dépréciation à partir du moment où elle porte un nom identique à celui d'une UGT testée

Les différents *wacc* utilisés par la société constituent donc bien un ensemble de références pertinentes pour apprécier le *wacc* global du groupe.

Nous précisons par ailleurs que cela ne signifie pas que ces taux soient les seules références à prendre en compte mais qu'ils ne peuvent être écartés pour des raisons de principe et que tout écart significatif devrait faire l'objet d'une analyse.

1.3 Ces taux, calculés en interne, font l'objet d'une revue par les commissaires aux comptes avec l'appui de leurs experts en évaluation

Pour les commissaires aux comptes du groupe, qui rappellent que « *Les goodwill nets représentent à la date de clôture des comptes près de 51% du total de l'actif du Groupe* »[11], la dépréciation des écarts d'acquisition est considérée comme un point clé d'audit.

Dans leur rapport sur les comptes consolidés 2018, ils indiquent que leurs travaux ont notamment consisté à (nous surlignons) :

« *apprécier, avec l'appui de nos experts en évaluation, le modèle utilisé pour déterminer la valeur d'utilité et le caractère raisonnable des paramètres financiers utilisés dans le cadre des tests de dépréciation (méthode de détermination des taux d'actualisation et de la valeur terminale utilisée dans les plans d'affaires (capitalisation à l'infini de la dernière année d'activité du plan))* »[12]

1.4 Les taux utilisés par les analystes ont augmenté depuis la révélation de la fraude chez Aricent, dans un contexte où à l'inverse les taux d'intérêt s'inscrivaient en forte baisse

Nous avons comparé, sur un échantillon de notes d'analystes, les taux d'actualisation utilisés (i) avant l'annonce en juillet 2018 de la fraude découverte chez Aricent et (ii) préalablement à l'annonce de l'offre de Capgemini le 24 juin 2019.

Il ressort une augmentation tendancielle de ces taux. Ainsi :

- Exane est passé de 9,0% au 3 juillet 2018 à 9,3% au 5 juin 2019 ;

[11] Document de référence Altran 2018 p. 164
[12] Document de référence Altran 2018 p. 164

PROJET

- Kepler est passé de 8,4% au 5 juillet 2018 à 8,5% au 21 mai 2019 ;
- Société Générale est passé de 8,0% au 12 juillet 2018 à 9,0% au 1er mars 2019 ;
- CM-CIC est passé de 8,7% au 10 avril 2018 à 9,57% au 16 avril 2019.

Nous rappelons par ailleurs qu'entre juillet 2018 et juin 2019, les taux d'intérêts ont baissé[13], or ceux-ci constituent l'une des composantes du taux d'actualisation, lequel s'exprime comme la somme d'un taux sans risque et d'une prime de risque.

Nous indiquons également que préalablement à l'annonce de la fraude, deux analystes retenaient un taux d'actualisation inférieur ou égal au nôtre : Natixis (7,3% dans une note du 17 avril 2018) et Berenberg (7,5% dans une note du 6 avril 2018).

1.5 Compte tenu des annonces faites au marché sur l'ampleur limitée de la fraude et les objectifs inchangés du plan, ces taux pré-fraude constituent selon nous des références pertinentes

Nous avons rappelé, dans notre rapport du 5 septembre, les déclarations du management quant au caractère limité de la fraude découverte chez Aricent, à la création de valeur toujours attendue de cette acquisition et au caractère inchangé des objectifs du plan stratégique annoncé fin juin 2018.

L'augmentation du taux d'actualisation utilisé par les analystes dans un contexte de baisse de taux pourrait donc s'analyser (i) comme la prise en compte d'un incrément de risque reflétant une forme de défiance vis-à-vis du management d'Altran et (ii) comme une façon de traduire dans les prix cible la baisse du cours de bourse.

La prise en compte d'une telle prime, d'ailleurs contraire au modèle du MEDAF, ne paraît pas justifiée au cas d'espèce, dans la mesure où l'accès direct au management d'Altran permet à l'Expert indépendant de traiter ces risques directement à travers les flux sans accroître la composante de prime de risque du taux d'actualisation.

En tout état de cause, nous considérons que les taux utilisés pré-annonce de la fraude constituent dans ce contexte particulier une référence pertinente.

[13] Sur la période, l'OAT 10 ans a baissé de ~50 bps (moyenne 3 mois) à ~73 bps (spot) (entre ~46 bps et ~74 bps pour l'OAT 20 ans)

PROJET

2. Sur l'amplitude de la fourchette de valeurs retenue en conclusion

2.1 L'Expert indépendant retient une fourchette de valeurs dont l'amplitude est particulièrement faible

Comme indiqué précédemment, l'Expert indépendant retient, autour de la valeur centrale de ses deux scénarios, une borne basse et une borne haute qui représentent, en valeur absolue, un écart avec la valeur centrale inférieure à 4%.

Au cas d'espèce, on peut s'interroger sur la capacité d'un intervalle aussi faible à refléter l'incertitude réelle entourant les résultats de ce type de méthode.

2.2 Cette amplitude particulièrement faible s'explique par les variations de seulement +/-0,125% retenues en sensibilité par l'Expert indépendant. Retenir un intervalle de confiance aussi faible autour du taux d'actualisation ne correspond pas à la pratique habituelle des évaluateurs.

D'après les tables de sensibilité présentées par l'Expert indépendant[14], les fourchettes retenues correspondent à une variation de la croissance à long terme de +/- 0,25% et à une variation du taux d'actualisation de +/-0,125%.

Cet intervalle sur le taux d'actualisation ne nous paraît pas refléter les incertitudes réelles attachées à sa détermination. Ainsi par exemple, retenir, dans les calculs de l'Expert indépendant, une moyenne de taux sans risque sur 6 mois[15] et non sur 12 mois, conduirait à un taux d'actualisation en-dehors de la fourchette résultant d'une sensibilité à +/- 0,125% autour de l'hypothèse centrale.

Il est d'ailleurs d'usage, dans un tel contexte d'offre publique, d'utiliser des intervalles plus importants[16].

---

[14] Rapport de l'Expert indépendant pp 48-49

[15] Source : Banque de France – moyenne 6 mois OAT TEC 10 calculée au 24 juin 2019

[16] Cf. notamment en 2018-2019 les offres sur Cohéris, April, Tessi, Serma Group et Baccarat
Nous notons également à ce titre que sur les cinq Expert indépendantises indépendantes réalisées par l'Expert indépendant depuis début 2018 et pour lesquelles le rapport est disponible sur le site de l'AMF (Latécoère, Soft Computing, Parrot, GFI et Euler Hermes), les fourchettes de valeurs retenues en conclusion correspondent à une sensibilité au taux d'actualisation de +/- 0,25% voire +/- 0,50%, soit au moins le double de l'intervalle retenu en conclusion pour évaluer l'action Altran (+/-0,125%).

PROJET

3. Autres éléments d'appréciation

3.1 Date d'actualisation des flux

L'Expert indépendant actualise les flux au 1er juillet.

Retenir cette date et non, comme il est d'usage, une date proche de l'émission de l'attestation d'équité[17] (22 septembre 2019 au cas d'espèce) conduit, d'après nos calculs et toutes choses égales par ailleurs, à diminuer la valeur de l'action Altran d'environ 3%.

3.2 Provisions pour risques à long terme

L'Expert indépendant semble prendre en compte l'ensemble des provisions à long terme dans le calcul de la dette financière d'Altran, ce qui indiquerait qu'il considère qu'elles ont toutes un caractère de dette.

Nous n'avons de notre côté pas pris en compte ces provisions, au regard notamment de l'absence de détails suffisants sur ces provisions dans l'information publique, de la difficulté à estimer la réalité des décaissements à venir[18] et de l'impact limité de leur prise en compte sur la valeur du groupe.

3.3 Nombre d'actions

L'Expert indépendant retient un nombre d'actions intégrant l'effet dilutif de l'intégralité des plans d'attribution d'actions gratuites, alors même que l'attribution de ces actions est conditionnée pour partie à l'atteinte d'objectifs de performance, ce qui signifie qu'au plan financier l'effet dilutif probable est inférieur à 100%.

PROJET

[17] Une approche alternative à une actualisation à la date du rapport consisterait à actualiser à la date du dernier arrêté de comptes (ici au 30 juin 2019) puis à considérer un incrément de valeur correspondant au coût du capital appliqué à la valeur d'entreprise *prorata temporis* jusqu'à la date du rapport

[18] Nous relevons à ce titre que 43% des reprises de provision de l'exercice en 2018 ont été sans objet (donc sans décaissement en face de la reprise). Cette quote-part ressort à 57% sur le premier semestre 2019.

IV. COMPARABLES BOURSIERS

1. Sur le choix de l'échantillon

1.1 En plus d'Alten et d'Akka, l'Expert indépendant retient cinq sociétés dont le caractère comparable est discutable et qui sont, en tout état de cause, moins comparables à Altran que ne le sont Alten et Akka

En plus d'Alten et d'Akka, l'Expert indépendant retient :

- La société suédoise ÅF Pöyry ;
- La société indienne Cyient ;
- La société britannique Ricardo ;
- La société allemande Bertrandt ;
- La société suisse EDAG.

Dans notre rapport du 5 septembre 2019, nous indiquions avoir exclu les sociétés Bertrandt et EDAG, dans la mesure où celles-ci sont principalement exposées au secteur automobile allemand et où leur taille est sensiblement inférieure à celle d'Altran.

La société indienne Cyient, de taille six fois inférieure, est présentée par l'Expert indépendant comme proposant notamment des solutions informatiques. Avec un CA moyen d'environ 48 K€ par employé[19] (contre 64 K€ pour Altran, 67 K€ pour Alten et 71 K€ pour Akka)[20], elle affiche un business model différent, fondé notamment sur une gamme de services tels que la gestion des services informatiques et la maintenance d'équipements et de données.

La société Ricardo, de taille sept fois inférieure, présente un CA moyen d'environ 150 K€[21] par employé et est notamment très exposée au secteur automobile (65% de la contribution au carnet de commandes à fin 2018).

La société ÅF Pöyry AB, de taille comparable à Akka, présente un CA moyen d'environ 125 K€[22] par employé. La société est très exposée aux pays nordiques, qui représentent 75% du CA consolidé, et oriente principalement sa stratégie autour de propositions de

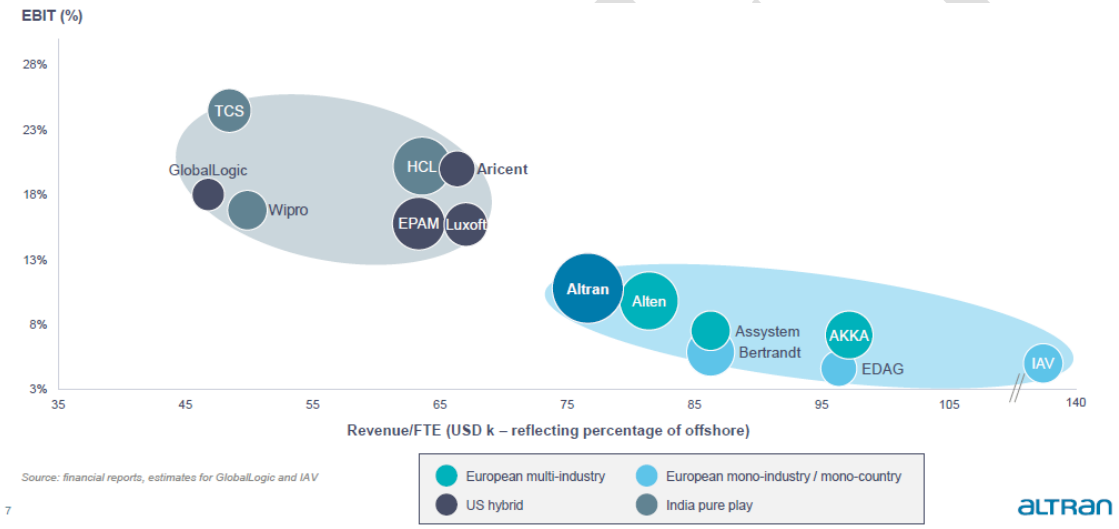
[19] Utilisation d'un taux de conversion €/$ de 1,15
[20] Rapport Sorgem du 5 septembre 2019, pp 16-18
[21] Utilisation d'un taux de conversion €/£ de 0,8945
[22] Source – Rapport annuel 2018

PROJET

services répondant aux besoins de transition énergétique et de rationalisation des ressources, dans le cadre du programme de développement durable adopté en 2015 par les Etats membres de l'ONU, intitulé *Agenda 2030.*

1.2 Trois de ces cinq sociétés ne sont d'ailleurs pas identifiées par le management d'Altran comme des concurrents significatifs. Les deux autres sont présentées, à la différence d'Altran, comme des acteurs mono-industrie et/ou mono-pays.

Dans le cadre du *Capital Market Day* de juin 2018, à l'occasion duquel Atran a présenté son plan *The High Road, Altran 2022,* le management a présenté sa lecture du paysage concurrentiel. Le *slide* correspondant est reproduit ci-dessous :



Il ressort que ni ÅF Pöyry, ni Cyient, ni Ricardo ne sont présents dans ce paysage concurrentiel.

EDAG et Bertrandt sont quant à eux présentés comme des acteurs mono-industrie / mono-pays, quand Alten et Akka sont, eux, présentés comme ayant, à l'instar d'Altran, un profil diversifié.

1.3 Les analystes couvrant l'action Altran – qui semblent constituer pour l'Expert indépendant le principal point de comparaison en termes de taux d'actualisation – privilégient très largement les comparaisons à Alten et Akka

Nous avons recueilli les dernières notes d'analystes à notre disposition[23] mentionnant les comparables d'Altran depuis l'acquisition d'Aricent fin mars 2018.

Sur quatre analystes, trois retiennent Alten et Akka comme comparables les plus proches d'Altran :

- Kepler Chevreux en date du 17 avril 2019 ;
- Portzamparc BNP Paribas en date du 6 février 2019 ;
- Berenberg en date du 16 juillet 2018.

Par ailleurs, Société Générale, en date du 26 juin 2018, retient, dans une approche élargie, onze comparables, en soulignant la similarité de la dynamique d'Altran avec celles d'Accenture, Capgemini, Alten et Akka. A l'exception d'Alten et d'Akka, aucune des sociétés supposées comparables par l'Expert indépendant n'est présente dans cet échantillon.

2. Sur les calculs et les résultats

2.1 La prise en compte de sociétés qui nous semblent non comparables – et qui sont, en tout état de cause, moins comparables à Altran qu'Alten et Akka – conduit à des multiples moyens très inférieurs à ceux d'Alten

L'Expert indépendant aboutit à des multiples moyens 2019, 2020 et 2021 de respectivement 11,2x, 9,6x et 8,9x, inférieurs de respectivement –10% pour 2019 (12,5x pour Alten) et –18% pour 2019 (11,7x) et 2020 (10,9x).

[23] Source : Thomson Reuters Eikon, Bloomberg

PROJET

2.2 Les multiples moyens retenus par l'Expert indépendant ressortent supérieurs à ceux d'Akka mais les multiples qu'il calcule sur ce comparable semblent ne pas prendre en compte l'affacturage déconsolidant

Le montant de la Valeur d'Entreprise indiqué par l'Expert indépendant au 24 juin (1 413 M€) et l'ordre de grandeur des multiples (calculés à partir de cours moyens 3 mois) révèlent un écart de l'ordre de 200 M€ sur la Valeur d'Entreprise entre nos calculs (VE de l'ordre d'1,6 Md€) et les leurs (1,4 Md€).

Cet écart pourrait correspondre à une absence de prise en compte, par l'Expert indépendant, des créances transférées au factor et décomptabilisées par la société (209 M€ au 31 décembre 2018).

Si c'est effectivement le cas, il pourrait s'agir d'une erreur dans la mesure où (i) ces éléments hors bilan ont une nature de dette financière et l'absence de retraitement pourrait entraîner un manque d'homogénéité entre les comparables et surtout (ii) ces créances déconsolidées sont, pour Altran, bien prises en compte par l'Expert indépendant dans son calcul de dette financière nette[24].

Il en résulterait une sous-évaluation du multiple d'Akka de près de 15%[25].

2.3 L'Expert indépendant conduit ses calculs au 24 juin en considérant que les hausses postérieures de cours – notamment celui d'Alten – sont uniquement dues à un effet spéculatif lié à l'opération, ce qui n'est pas établi

Nous notons à ce sujet qu'Alten, qui a connu une hausse de son cours entre le 24 juin 2019 et le 30 août 2019 (+6,6%) a publié, dans l'intervalle (le 24 juillet), son chiffre d'affaires du premier semestre. Sur les 2 jours suivants, entre le 24 juillet et le 26 juillet, son cours a progressé au total de +3,5%. La hausse apparaît au moins en partie liée à la publication des résultats.

Retenir les cours au 24 juin paraît dans ces conditions conservateur.

[24] Rapport de l'Expert indépendant p. 40
[25] 0,2 Md€ / 1,4 Md€ = 14%

PROJET

3. Sur l'amplitude de la fourchette de valeurs retenue

3.1 L'Expert indépendant retient uniquement les multiples moyens sans prendre en compte la dispersion des résultats

Nous avons calculé, à partir du tableau de l'Expert indépendant présenté p. 52, l'écart-type des multiples pour chaque exercice 2019 à 2021.

Rapportés à la moyenne, ces écarts-types ressortent entre 18% et 20%. Autrement dit, les multiples calculés pour chaque société présentent en moyenne un écart de 18% à 20% selon les années avec les multiples moyens de l'échantillon.

Ce niveau de dispersion est significatif. Une analyse des raisons de cette dispersion, à travers par exemple une analyse de régression linéaire entre les multiples et la taille, la croissance et/ou les niveaux de marge, aurait pu être utile. A minima, il aurait fallu considérer, en conclusion de cette méthode, un intervalle de confiance autour de ces multiples moyens.

Ceci aurait conduit à une fourchette plus large que 10,3 € – 11,0 €. Cette fourchette présente une amplitude de seulement +/- 3% autour de la valeur centrale (10,65 €), ce qui ne nous paraît pas refléter l'incertitude liée à la mise en œuvre de ce type de méthode, particulièrement au cas d'espèce.

3.2 La prise en compte d'une sensibilité de +/- 1 écart-type autour des multiples moyens pourrait conduire à une valeur par action supérieure à 14 € en borne haute

D'après nos calculs, retenir en borne haute les multiples moyens de l'Expert indépendant augmentés d'un écart-type pourrait conduite à une valeur par action supérieure à 14 €.

Nos calculs restent néanmoins des estimations dans la mesure où le niveau de détail fourni par l'Expert indépendant ne permet pas de reconstituer complétement les valeurs qui ressortent de la mise en œuvre de la méthode des comparables boursiers (absence notamment d'indication sur la valeur des contrats IBM, laquelle est traitée séparément).

PROJET

V. SUR LES REFERENCES DE VALEUR

1. Référence à la transaction Apax

Concernant cette référence, l'Expert indépendant indique : « *Cette acquisition de bloc représente 11,43% du capital et 11,40% des droits de vote de la Société et constitue sur la base des informations qui nous ont été communiquées une référence directe et représentative.* »

Nous indiquions de notre côté, dans notre rapport du 5 septembre, que la référence au coût d'acquisition par Capgemini devait être considérée avec prudence dans la mesure où (i) ce prix est assorti d'éventuels compléments de prix en cas de surenchère ou de hausse du prix d'offre ou de cession par Capgemini de sa participation dans Altran, (ii) ce prix est susceptible de refléter une décote liée au caractère moins liquide d'un bloc d'actions de cette taille et (iii) l'hypothèse de la nécessité pour le fonds de céder compte tenu de la durée de détention de la participation dans Altran, ne peut être exclue.

Nous notons que l'Expert indépendant adresse en partie les points (i) (en considérant ces clauses comme usuelles) et (iii) (en indiquant qu'il n'y avait pas, selon les informations qui leur ont été communiquées, de nécessité légale ou statutaire pour le fonds à liquider les actifs), mais n'évoque pas le fait que ce prix est susceptible d'intégrer une décote de bloc.

Nous rappelons à ce titre que la première moitié de la participation d'Apax avait été cédée en juin 2017 à un prix de 15,0 euros par action, soit une valeur décotée par rapport au cours de bourse, lequel s'établissait entre 15,9 euros et 16,5 euros au cours des dix séances de bourse précédant l'annonce le 22 juin 2017.

2. Prix cible et cours de bourse

L'Expert indépendant retient uniquement les références au cours et au prix cible pré-annonce de l'opération.

En plus de ces références, nous avions, dans notre rapport du 5 septembre, également considéré les données de cours (entre 12,0 € et 13,5 € du 17 avril au 12 juillet 2018) et de prix cible (16,8 € au 12 juillet 2018) pré-annonce de la fraude chez Aricent, en constatant que malgré les déclarations du management quant au caractère limité de cette fraude, à la création de valeur toujours attendue de l'acquisition d'Aricent et au caractère inchangé des objectifs du plan stratégique annoncé fin juin 2018, le cours et les prix cibles n'avaient

PROJET

au jour de l'annonce de l'offre de Capgemini toujours pas retrouvé les niveaux de l'époque, ce qui conduit à penser que l'effet de la fraude n'est pas encore effacé dans les cours pré-annonce.

PROJET

VI. CONCLUSION

Le 23 septembre 2019, le projet de note d'information ainsi que le projet de note en réponse à l'Offre de Capgemini sur Altran, qui intègre le rapport de l'Expert indépendant, ont été déposés auprès de l'AMF.

Dans ce contexte, l'ADAM nous a mandatés afin de donner notre avis sur les éléments d'appréciation du prix d'offre contenus dans le projet de note en réponse, et plus particulièrement dans le rapport de l'Expert indépendant, afin d'indiquer si ces éléments étaient de nature à remettre en cause notre avis rendu le 5 septembre 2019, qui indiquait notamment en conclusion : « ***sur la base de nos travaux, il ressort que le prix d'Offre de 14,0 euros est inférieur à la valeur intrinsèque de l'action Altran. De plus, il n'intègre aucun montant au titre des synergies pourtant significatives attendues de l'opération.*** »

L'Expert indépendant, en faisant le constat que le prix de 14,0 € – qui correspond aux conditions financières de la transaction avec Apax Partners – extériorise une prime sur l'ensemble des résultats issus des méthodes et références d'évaluation (à la fois sur les valeurs centrales et les bornes hautes) qu'il met en œuvre, considère en conclusion que « ***le prix d'Offre de 14,0 € permet à l'actionnaire de bénéficier de la liquidité sur la valeur fondamentale de ses titres et d'une partie des synergies envisagées par l'initiateur*** »[26]

Nous avons dans la présente note examiné les observations du rapport de l'Expert indépendant sur les hypothèses que nous avions retenues en ce qui concerne (i) la mise en œuvre des différentes méthodes (DCF et comparables boursiers) et (ii) l'analyse des différentes références (cours, prix cible des analystes et achat du bloc à Apax Partners).

Concernant la mise en œuvre de la **méthode DCF**, fondée notamment sur un taux d'actualisation de 8,74% supérieur au nôtre (7,5%) et qui explique l'essentiel de l'écart entre notre valeur centrale et celle de l'Expert indépendant dans le scénario reflétant les données du Plan stratégique, nous avons tout d'abord indiqué en quoi l'affirmation de l'Expert indépendant – selon laquelle le taux utilisé pour les tests de dépréciation (proche de notre taux) n'est pas de la même nature que celui utilisé pour une évaluation financière – ne nous paraît pas justifiée.

Nous avons ensuite montré que compte tenu du poids de l'ensemble des UGT testées dans l'activité d'Altran, les différents *wacc* utilisés par la société constituent bien un ensemble de références pertinentes pour apprécier le *wacc* global du groupe. Nous avons également

[26] Rapport L'Expert indépendant p. 68

PROJET

rappelé que ces taux, calculés en interne, font l'objet d'une revue par les commissaires aux comptes avec l'appui de leurs experts en évaluation.

Nous avons ensuite montré que les taux utilisés par les analystes pré-annonce de l'opération – références retenues par l'Expert indépendant pour justifier le caractère raisonnable du taux retenu – sont supérieurs aux taux retenus avant la révélation de la fraude chez Aricent, dans un contexte où à l'inverse les taux d'intérêt s'inscrivaient en baisse dans l'intervalle.

Cette augmentation des taux d'actualisation pourrait s'analyser (i) comme la prise en compte d'un incrément de risque reflétant une forme de défiance vis-à-vis du management d'Altran et (ii) comme une façon de traduire dans les prix cible une partie de la baisse du cours de bourse intervenue à l'occasion de la fraude chez Aricent.

La prise en compte d'une telle prime, d'ailleurs contraire au modèle du MEDAF, ne paraît pas justifiée au cas d'espèce, dans la mesure où l'accès direct au management d'Altran permet à l'Expert indépendant de traiter ces risques directement à travers les flux sans accroître la composante de prime de risque du taux d'actualisation.

En tout état de cause, nous considérons que les taux utilisés pré-annonce constituent également une référence pertinente.

Concernant les valeurs retenues en conclusion, l'Expert indépendant retient une fourchette dont l'amplitude est particulièrement faible et qui s'explique par les variations de seulement +/-0,125% retenues en sensibilité alors qu'il est généralement retenu des variations plus importantes.

Nous notons enfin que l'Expert indépendant retient, sur la date d'actualisation des flux, les provisions pour risques à long terme et le nombre d'actions, un ensemble d'hypothèses qui s'avèrent défavorables à la valeur d'Altran.

Concernant la **méthode des comparables boursiers**, en plus d'Alten et d'Akka que nous avons retenues, l'Expert indépendant retient cinq sociétés dont le caractère comparable est discutable et qui sont, en tout état de cause, moins comparables à Altran que ne le sont Alten et Akka.

Trois de ces cinq sociétés ne sont d'ailleurs pas identifiées par le management d'Altran comme des concurrents significatifs. Les deux autres sont présentées, à la différence d'Altran, comme des acteurs mono-industrie et/ou mono-pays.

PROJET

Les analystes couvrant l'action Altran – qui semblent constituer pour l'Expert indépendant le seul point de comparaison pertinent en termes de taux d'actualisation – privilégient très largement les comparaisons à Alten et Akka.

La prise en compte de sociétés qui sont, en tout état de cause, moins comparables à Altran qu'Alten et Akka, conduit à des multiples moyens très inférieurs à ceux d'Alten.

Les multiples moyens retenus par l'Expert indépendant ressortent supérieurs à ceux d'Akka mais les multiples calculés par l'Expert indépendant sur ce comparable semblent ne pas prendre en compte l'affacturage déconsolidant.

L'Expert indépendant conduit ses calculs à la date du 24 juin en considérant que les hausses postérieures de cours – notamment celui d'Alten – sont uniquement dues à un effet spéculatif lié à l'opération, ce qui ne nous semble pas établi.

Concernant la fourchette de valeurs retenue en conclusion, seuls les multiples moyens sont retenus par l'Expert indépendant, sans prendre en compte la dispersion, pourtant significative, des résultats.

Il nous semble (i) qu'une analyse des raisons de cette dispersion, à travers par exemple une analyse de régression linéaire entre les multiples et la taille, la croissance et/ou les niveaux de marge, aurait pu être utile, ou, à défaut, (ii) qu'il aurait fallu prendre en compte, en conclusion de cette méthode, un intervalle de confiance autour de ces multiples moyens.

La prise en compte d'une sensibilité de +/- 1 écart-type autour des multiples moyens pourrait, selon nos calculs, conduire à une valeur par action supérieure à 14 € en borne haute.

Sur les **références de valeur**, nous notons que l'Expert indépendant (i) s'il adresse en partie les points relatifs aux clauses de complément de prix et à la nécessité pour Apax Partners de vendre ses actions, n'aborde en revanche pas le sujet de l'éventuelle décote de bloc applicable à ces actions et (ii) ne fait référence ni au cours de bourse pré-fraude, ni au prix cible des analystes pré-fraude, alors que nous avons considéré ces références comme pertinentes.

Enfin, nous relevons que l'Expert indépendant ne procède pas à un chiffrage de la valeur des synergies et précisons que les informations communiquées à ce sujet dans le projet de note d'information et le projet de note en réponse ne sont pas de nature à modifier significativement notre estimation (5,7 € par action).

PROJET

Dans ces conditions, nous considérons que les éléments d'appréciation du prix d'offre contenus dans le projet de note en réponse, et plus particulièrement dans le rapport de l'Expert indépendant, ne sont pas de nature à remettre en cause nos observations du 5 septembre 2019.

Fait à Paris, le [•] octobre 2019

Pour Sorgem Evaluation

Maurice Nussenbaum
Managing Partner

PROJET