4 Présentation du secteur et des activités de la société ALTRAN

4.1 Présentation du marché du conseil en technologie

La présentation qui suit résulte notamment de l'étude XERFI « *Les services d'ingénierie, d'études et de conseils techniques* » de juillet 2019, de la note XERFI « *Prévisions* » de juillet 2019, du Document de Référence 2018 d'ALTRAN, ainsi que du rapport financier semestriel au 30 juin 2019 d'ALTRAN.

Présentation générale

Le conseil en technologie constitue, avec l'ingénierie de la construction, les deux grands types d'activités du marché des services d'ingénierie, d'études et de conseils techniques (ou « services d'ingénierie et de R&D »). Le segment du conseil en technologie, sur lequel évolue le groupe ALTRAN, regroupe des acteurs spécialisés dans l'étude, la conception, l'optimisation et la réalisation de projets industriels (produits ou processus) et s'adresse à des clients, ou donneurs d'ordres, très diversifiés aussi bien par leurs tailles que par leurs secteurs d'activité.

Recours aux services d'ingénierie et de R&D et modes de rémunération

Les entreprises ont recours aux prestataires de R&D externalisée pour différentes raisons parmi lesquelles :

- L'amélioration de la conception de leurs produits et l'accélération de leur mise sur le marché à travers la mise à disposition de ressources (équipes, outils, expertises, etc.) non disponibles en interne ;
- La revue et l'optimisation des coûts, des fonctions, des processus d'ingénierie et de R&D ;
- L'obtention d'une meilleure qualité de service ;
- L'internationalisation.

Les prestations sont proposées par les acteurs de ce marché et facturées :

- En régie, correspondant à une facturation au temps passé ;
- Au forfait pour lesquels le coût de la prestation est défini à l'avance. Ce modèle est généralement utilisé dans le cadre de missions « clef en main » et expose les sociétés de conseil en technologie à des risques liés à l'exécution de ces contrats (exemple : retard entraînant des pénalités).

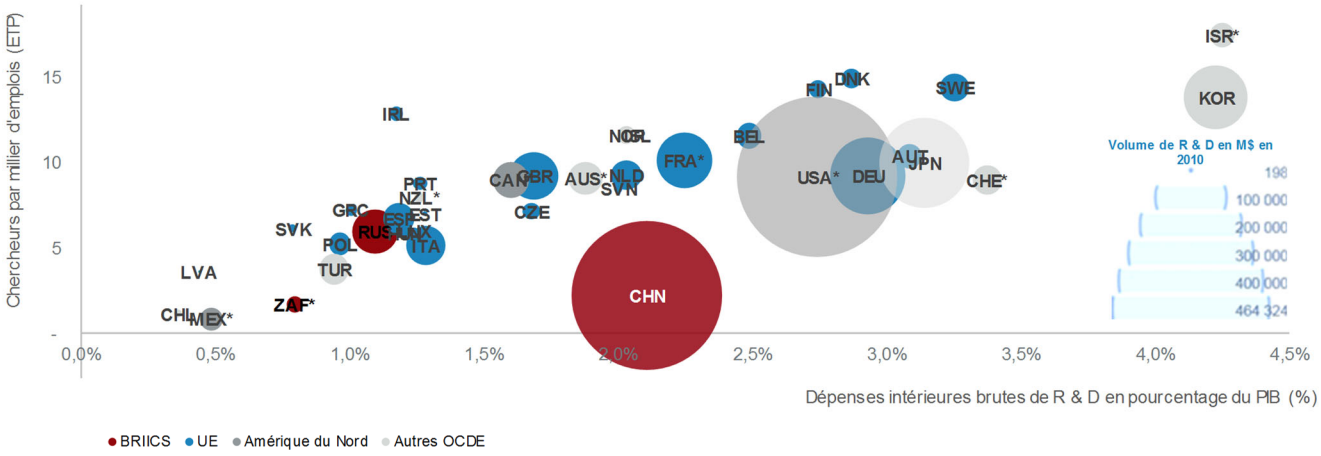
Bien que le modèle de facturation au forfait soit en développement, le mode de facturation au temps passé reste le plus utilisé (80% des cas). De manière générale, le choix d'un type de contrat par rapport à un autre dépend du cadre de la mission (durée, lieu de travail, etc.).

L'impact de la R&D mondiale sur le marché des services d'ingénierie et de R&D

Depuis une dizaine d'années, les dépenses en R&D sont en croissance continue d'environ 5% par an au niveau mondial et représentaient près de 1.500 Mds$ en 2017. La tendance devrait d'ailleurs se poursuivre puisque les dépenses en R&D sont attendues en croissance d'environ 5% en 2019 au niveau mondial (soit un niveau légèrement supérieur aux prévisions de croissance du PIB mondial (4%)), tirées par les Etats-Unis, l'Europe et l'Asie qui concentrent environ 90% des dépenses mondiales.

Par leur caractère stratégique, les dépenses de R&D sont généralement considérées comme moins sujettes que d'autres aux cycles économiques, les entreprises poursuivant au moins en partie leurs investissements afin de préserver leurs capacités d'innovation, même dans un contexte économique moins favorable.

Ressources humaines et financières consacrées à la R&D en 2016 par pays



Source : OECD, Main Science and Technology Indicators Database, July 2018
** Dernières données disponibles avant 2016*

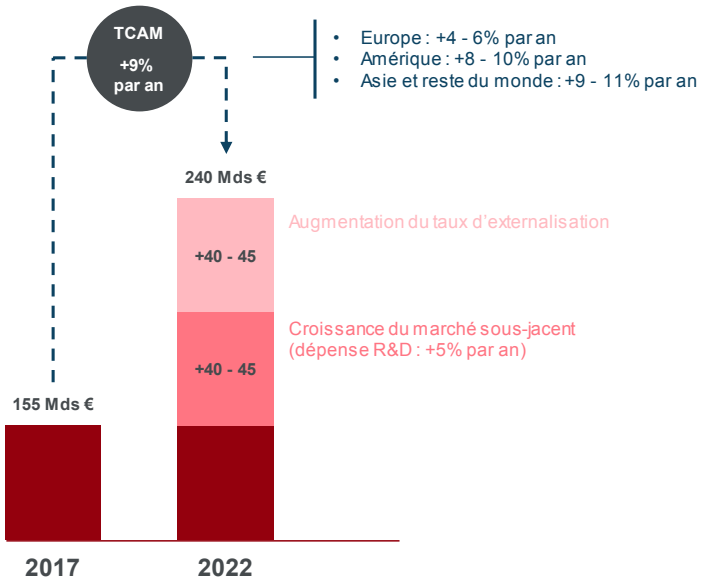
Il existe plusieurs facteurs structurels qui poussent les entreprises à effectuer des dépenses en R&D de plus en plus importantes :

- La R&D est considérée comme un élément répondant au besoin de différenciation d'une entreprise par rapport à ses concurrents. Cette distinction peut porter sur la technologie utilisée, les prix appliqués ou encore la qualité des produits ou des services vendus ;
- La R&D est définie comme un moyen permettant à la fois de s'adapter à des cycles technologiques de plus en plus accélérés, de résister à l'arrivée de nouveaux entrants plus agiles et de ce fait rester compétitifs ;
- L'ouverture de centres de R&D à travers le monde permet aux grandes entreprises de s'internationaliser et de répondre aux besoins des marchés visés ;
- Les investissements en R&D permettent le développement rapide des produits et la réduction de leurs délais de mise sur le marché ;
- La R&D permet aux entreprises de répondre à des politiques règlementaires de plus en plus strictes. A titre d'exemple, l'Union Européenne incite les constructeurs automobiles à retravailler leurs portefeuilles de véhicules en imposant une importante réduction (33%) des émissions de CO_2 des voitures entre 2010 et 2021.

Pour répondre efficacement à ces besoins, de plus en plus d'entreprises ne disposant pas nécessairement des ressources humaines suffisantes en interne se tournent vers l'externalisation d'une partie de leur R&D.

Cette volonté d'externalisation, couplée à la croissance continue des dépenses mondiales en R&D, devrait impacter favorablement le marché des services d'ingénierie et de R&D qui devrait passer de 155 Mds€ en 2017 à 240 Mds€ en 2022, soit un taux de croissance annuel moyen de 9% sur 5 ans.

Taille et croissance de marché des services d'ingénierie et de R&D



Source : Document de référence 2018 d'ALTRAN

Au niveau global, l'évolution du secteur des services d'ingénierie et de R&D est donc directement corrélée à celle des dépenses en R&D à l'échelle mondiale et à leur degré d'externalisation par les entreprises. Par ailleurs, l'évolution de ce marché peut aussi être liée à des éléments internes à leurs modèles d'affaires tels que le nombre d'acteurs, leur capacité de recrutement ou encore leur aptitude à s'adapter aux exigences de leurs clients.

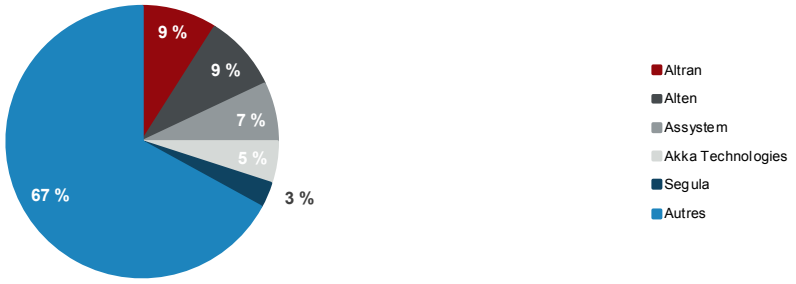
Autres facteurs influençant le modèle d'affaires des acteurs du marché des services d'ingénierie et de R&D

Un environnement concurrentiel fragmenté…

Le marché des services d'ingénierie et de R&D est caractérisé par une structure fragmentée et des acteurs faiblement différenciés. En France, en 2016, les 5 principaux acteurs ne représentaient que 33% des parts de marché (ALTRAN, ALTEN, ASSYSTEM, SEGULA TECHNOLOGIES[16], AKKA TECHNOLOGIES).

[16] Société non cotée.

Parts de marché du top 5 des entreprises du conseil en technologie en France en 2016



Source : Devenir des métiers, des compétences et des formations dans les secteurs des ESN & ICT - OPIIEC - Mai 2018

… Qui impose des conditions tarifaires de plus en plus agressives…

Cet environnement concurrentiel constitue un frein à la croissance des acteurs de ce marché qui se voient contraints d'opter pour des stratégies tarifaires agressives, tirant les prix vers le bas, tout en faisant face à des exigences de plus en plus importantes de la part de leurs clients qui souhaitent avoir accès à des solutions à forte valeur ajoutée (communications, semiconducteur et électronique et logiciel et internet) et à des partenaires capables d'offrir des services industrialisés, efficients, aux meilleurs coûts et couvrant l'intégralité de leurs zones géographiques.

Ces éléments pèsent sur les marges des entreprises du secteur qui voient leurs revenus augmenter moins rapidement que leurs principaux postes de charges, en particulier ceux relatifs aux charges de personnel.

…Et des besoins en recrutement de plus en plus importants…

Le marché des services d'ingénierie et de R&D est marqué par de forts besoins en recrutement, d'une part parce que ces entreprises connaissent un taux de turnover élevé (en moyenne 20% par an en France) et, d'autre part, parce que la croissance de leurs activités entraîne des besoins accrus de personnel à la fois en nombre et en termes de profils. A titre d'exemple, environ 27.000 emplois seront créés en France par les acteurs du marché entre 2018 et 2021[17]. Néanmoins, ces créations de postes ne pourront être pourvues dans leur intégralité car les profils recherchés sont rares et leurs recrutements très disputés par les différents acteurs.

…Qui imposent une restructuration des modèles d'affaires des acteurs du marché

Les exigences de plus en plus importantes des donneurs d'ordres ainsi que le besoin de main d'œuvre qualifiée poussent les sociétés de conseil en technologie à davantage se développer à l'étranger et à lancer des modèles de prestations d'ingénierie *offshore*, complétant leurs capacités *onshore*. Les différents acteurs du marché se sont ainsi engagés depuis plusieurs années dans des opérations de croissance externe permettant d'accélérer leur développement à l'international.

[17] Observatoire Paritaire des Métiers du Numérique, de l'Ingénierie, des Etudes et du Conseil et des métiers de l'événement (OPIIEC).

4.2 Présentation de la société ALTRAN

4.2.1 Etats financiers synthétiques d'ALTRAN

Les états financiers consolidés d'ALTRAN, tels que présentés dans le rapport financier semestriel au 30 juin 2019[18] et le document de référence 2018[19], sont reproduits ci-dessous :

ALTRAN - Compte de résultat consolidé

En k€	30/06/2019	30/06/2018
Chiffre d'affaires	**1 594 046**	**1 372 691**
Autres produits de l'activité	45 106	37 126
Achats consommés	(24 871)	(18 948)
Variation des travaux en-cours	864	358
Charges externes	(273 016)	(272 741)
Charges de personnel	(1 096 999)	(949 992)
Impôts et taxes	(2 948)	(2 253)
Dotations aux amortissements et provisions nettes	(65 859)	(21 344)
Autres charges opérationnelles	(7 295)	(7 193)
Amortissements des droits incorporels issus de regroupements d'entreprises	(31 460)	(26 421)
Résultat opérationnel courant	**137 568**	**111 283**
Autres produits et charges opérationnels non récurrents	(43 718)	(42 664)
Résultat opérationnel	**93 850**	**68 619**
Coûts de l'endettement financier net	(33 567)	(24 898)
Autres produits financiers	5 292	5 803
Autres charges financières	(16 349)	(34 770)
Résultat avant impôt	**49 226**	**14 754**
Charge d'impôt	(15 753)	(5 016)
Résultat net avant résultat des activités abandonnées	**33 473**	**9 738**
Résultat net d'impôt des activités abandonnées	-	(173)
Résultat net	**33 473**	**9 565**
Dont attribuable aux actionnaires de la société mère	33 186	9 493
Dont particpations ne donnant pas le contrôle	287	72

Source : Rapport financier semestriel 2019

Au premier semestre 2019, le chiffre d'affaires (1.594 M€) et le résultat opérationnel (94 M€) du groupe ALTRAN ont augmenté respectivement de 16% et 37% par rapport à la même période de l'année précédente. L'augmentation du chiffre d'affaires résulte d'un effet de variation de périmètre (+7,7%) lié à l'acquisition d'ARICENT le 20 mars 2018 et de la croissance organique générée par le Groupe (+7,4%).

[18] Les comptes consolidés de l'exercice 2018 ont été certifiés sans réserve par les commissaires aux comptes (les cabinets MAZARS et DELOITTE & ASSOCIES).
[19] Les comptes consolidés au 30 juin 2019 ont fait l'objet d'un examen limité par les commissaires aux comptes qui n'ont pas relevé d'anomalie significative de nature à remettre en cause la conformité de ces comptes.

ALTRAN - Bilan consolidé - ACTIF

En k€	30/06/2019	31/12/2018
Goodwill	2 385 004	2 363 178
Immobilisations incorporelles	639 121	679 515
Droits d'utilisation	215 599	-
Immobilisations corporelles	135 508	144 074
Actifs financiers non courants	54 268	50 217
Impôts différés actifs	105 449	101 070
Autres actifs non courants	90 318	96 856
Total actif non courant	**3 625 267**	**3 434 910**
Stocks et en-cours	2 267	2 044
Clients et autres débiteurs	590 774	527 570
Actifs liés aux contrats clients	275 900	202 100
Actifs financiers courants	23 095	22 525
Trésorerie et équivalents de trésorerie	337 372	472 706
Total actif courant	**1 229 408**	**1 226 945**
Total ACTIF	**4 854 675**	**4 661 855**

Sources : Document de référence 2018 et rapport financier semestriel 2019

ALTRAN - Bilan consolidé - PASSIF

En k€	30/06/2019	31/12/2018
Capital	128 511	128 511
Primes liées au capital	1 069 807	1 040 425
Réserves consolidées	382 417	449 420
Ecarts de conversion	58 384	42 218
Résultat attribuable aux propriétaires de la société mère	33 186	80 590
Capitaux propres attribuables aux actionnaires de la société mère	**1 672 305**	**1 741 164**
Participations ne donnant pas le contrôle	3 344	(48 707)
Capitaux propres	**1 675 649**	**1 692 457**
Passifs financiers non courants	1 607 109	1 603 329
Obligations locatives long terme	167 977	-
Provisions long terme	69 866	61 165
Avantages du personnel long terme	78 657	64 473
Impôts différés passifs	169 189	169 029
Autres passifs long terme	41 237	66 071
Total passif non courant	**2 134 035**	**1 964 067**
Fournisseurs et autres créditeurs courants	714 423	648 271
Passifs liés aux contrats clients	87 244	99 581
Provisions court terme	21 849	22 668
Dettes sur titres court terme	-	53 608
Passifs financiers courants	159 635	181 203
Obligations locatives court terme	61 840	-
Total passif courant	**1 044 991**	**1 005 331**
Total PASSIF	**4 854 675**	**4 661 855**

Sources : Document de référence 2018 et rapport financier semestriel 2019

Au 30 juin 2019, le groupe présente un endettement financier net de 1.429 M€ et un ratio de levier financier[20] de 3,2 fois l'EBITDA (contre respectivement 1.312 M€ et 3,0 fois l'EBITDA au 31 décembre 2018) qui est sensiblement supérieur à celui du secteur.

Le total bilan demeure relativement stable au 30 juin 2019 par rapport au 31 décembre 2018.

[20] Correspondant à l'endettement net hors complément de prix ou clauses d'indexation sur les bénéfices futurs (earn-out) / EBITDA (source : rapport financier semestriel d'ALTRAN au 30 juin 2019).

4.2.2 Présentation des métiers d'ALTRAN[21]

ALTRAN délivre des services d'ingénierie et de R&D (ER&D) et accompagne ses clients sur l'intégralité de la chaîne de valeur du cycle de R&D : innovation, conception, développement, tests mais également en support à l'industrialisation, la production et les services après-vente.

ALTRAN opère au travers de trois modèles de services différenciés :

- Services d'ingénierie et de R&D traditionnels (ou « Traditional ») représentant la principale contribution au chiffre d'affaires d'ALTRAN (2 Mds€[22] en 2018, soit deux tiers du chiffre d'affaires 2018) et comptant environ 26.000 ingénieurs *onshore* ;

- *Services Industrialized GlobalShore* (ou « Industrialized ») offrant la première solution industrielle de prestations de services d'ER&D et regroupant 17.500 ingénieurs au sein de 5 centres d'ingénierie globaux (« *Global Engineering Centers* »). Ces services représentent environ 20% du chiffre d'affaires proforma 2018 et offrent un profil de rentabilité supérieur à celui de l'activité *Traditional* ;

- Services à forte valeur ajoutée (ou « High Value ») issus d'un portefeuille d'activités capables de fournir des services à forte valeur ajoutée dans des domaines clefs pour l'innovation de ses clients (notamment FROG, CAMBRIDGE CONSULTANTS…) avec un total de 3.500 experts. Ces activités sont positionnées sur des segments de marchés porteurs en termes de croissance et de marge.

Ces trois modèles de services répondent aux besoins des clients en proposant une offre qui s'articule autour de 6 familles d'activités :

- ***Altran Consulting*** : conseille ses clients dans la définition de leurs stratégies d'innovation (produits et services) ou la transformation de leurs opérations ;

- ***Altran Digital*** : accompagne ses clients dans leur transformation digitale en s'appuyant sur ses 14.000 ingénieurs spécialisés dans les métiers du numérique ;

- ***Altran Engineering*** : assiste ses clients dans le développement de nouveaux systèmes et produits en optimisant les délais de mise sur le marché et les coûts associés, ainsi que dans l'amélioration de leurs systèmes de production et processus industriels existants ;

- ***World Class Centers*** : propose des services et solutions permettant d'adresser les problématiques techniques dans les domaines de pointes pilotés par la direction de la technologie et de l'innovation ;

- ***Industrialized Globalshore*** : offre une solution industrielle de prestations de services d'ingénierie et de R&D reposant sur 5 *Global Engineering Centers*, situés on/*near* - et *offshore*, regroupant près de 17.500 ingénieurs à fin 2018 ;

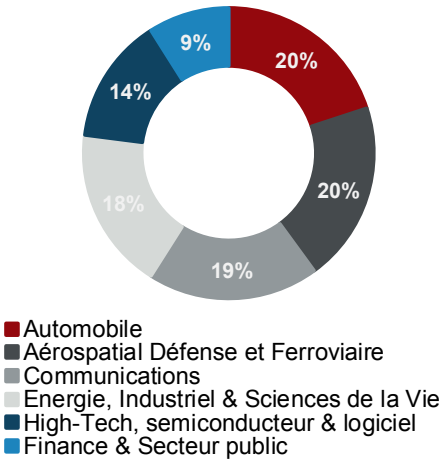
- ***Cambridge Consultants*** : propose des services de développement clef en main de produits innovants en s'appuyant sur 750 scientifiques hautement qualifiés et situés dans des laboratoires dédiés au Royaume-Uni et aux Etats-Unis.

[21] Source : Document de référence 2018.
[22] Chiffre d'affaire *pro forma* de l'acquisition d'ARICENT (sur 12 mois).

ALTRAN dispose d'une présence historique en France et en Europe et a développé sa présence internationale (principalement en Amérique du Nord et en Asie), à la fois par croissance organique et par croissance externe (cf. 4.2.3). Fin 2018, le groupe était présent dans une trentaine de pays.

Le Groupe affiche un portefeuille de clientèle équilibré avec des acteurs évoluant dans des secteurs d'activités diversifiés. En 2018[23], la répartition du chiffre d'affaires entre ces différents secteurs se présentait comme suit :

Répartition du chiffre d'affaires 2018 par secteur



Source : Document de référence 2018

4.2.3 Historique et croissance externe

ALTRAN s'est notamment développée en réalisant de nombreuses opérations de croissance externe lui permettant de se renforcer dans des domaines jugés stratégiques et à l'international. Les principales opérations intervenues au cours des cinq dernières années sont présentées ci-dessous :

- En 2014, acquisitions de FOLIAGE (États-Unis) spécialisée dans le développement de produits, de TASS (Pays-Bas) concepteur de systèmes intelligents et de CONCEPT TEC (Autriche) leader mondial du développement de dispositifs de sécurité passive ;

- En 2015, acquisitions de NSPYRE (Pays-Bas) spécialiste des services en R&D et hautes technologies, de TESSELLA (Angleterre) spécialisée dans le conseil et science des données et de SICON DESIGN TECHNOLOGIES (Inde) spécialiste de l'étude et la conception de semi-conducteurs ;

- En 2016, acquisitions de SWELL (République tchèque) spécialiste des services d'ingénierie pour l'industrie automobile, de SYNAPSE (Etats-Unis) développeur de produits et de LOHIKA (Etats-Unis) spécialisée dans les services d'ingénierie logicielle ;

[23] La répartition du chiffre d'affaires 2018 *proforma* de l'acquisition d'ARICENT est identique à celle présentée ci-dessus.

- En 2017, acquisitions de BENTELER ENGINEERING SERVICES (Allemagne) spécialisée dans la conception et les services d'ingénierie pour l'industrie automobile, de la société d'ingénierie de produits GLOBAL EDGE SOFTWARE (Inde) et finalisation de l'acquisition du fournisseur de solutions d'ingénierie PRICOL TECHNOLOGIES (Inde) ;

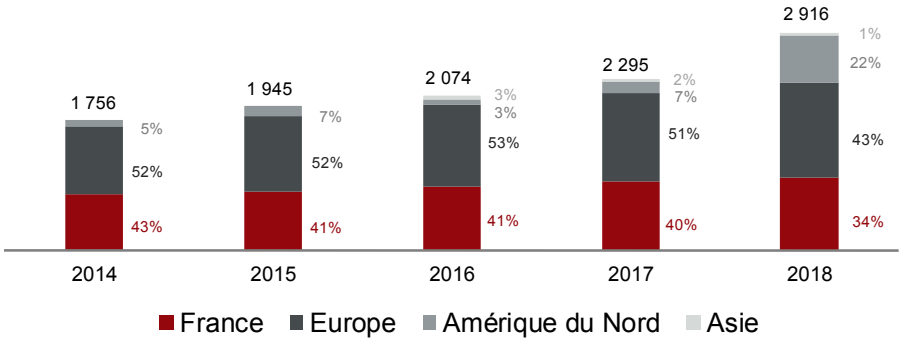
- En 2018, acquisition d'ARICENT (États-Unis) spécialiste des services de design et d'ingénierie dans le domaine du digital pour un montant de 1,7 Mds€. Cette opération apparaît particulièrement structurante pour le groupe ALTRAN en raison de la forte présence d'ARICENT aux Etats-Unis, de la complémentarité de ses activités avec celles du groupe ALTRAN, de son modèle industriel et mondialisé de prestations de services d'ingénierie (avec notamment 8.500 ingénieurs en Inde) et de son expertise de pointe dans certains domaines technologiques (design, ingénierie produits et systèmes, digital & logiciel)[24].

4.2.4 Données financières et perspectives

4.2.4.1 Chiffre d'affaires

La répartition du chiffre d'affaires du groupe par zone géographique au cours des 5 derniers exercices se présente comme suit :

Répartition du chiffre d'affaires par zones géographiques (M€)



Sources : Documents de référence 2015, 2016, 2017 et 2018

Il ressort que l'Europe et la France restent les premiers marchés de la Société et représentaient respectivement 43% et 34% du chiffre d'affaires en 2018. L'accroissement du poids de l'Amérique du Nord de 7% à 22% du chiffre d'affaires entre 2017 et 2018 s'explique principalement par l'acquisition d'ARICENT le 20 mars 2018 (+466 M€ de chiffre d'affaires en 2018).

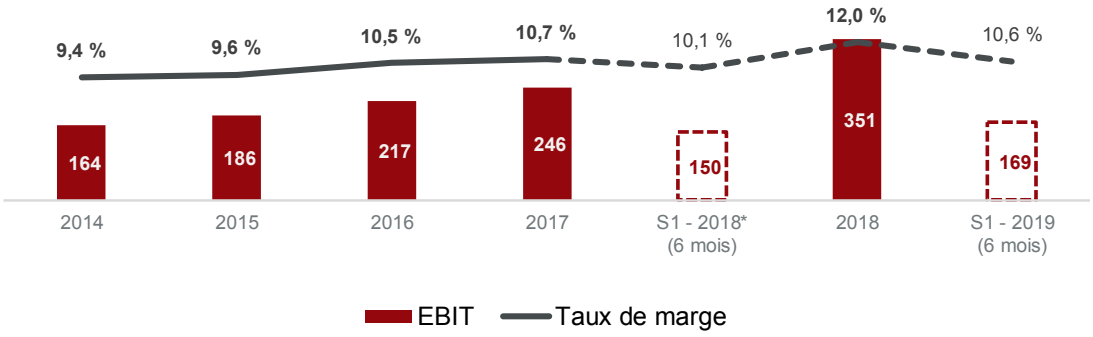
Le poids de l'international a augmenté de 57% à 66% entre 2013 et 2018.

[24] Source : Communiqué de presse d'ALTRAN en date du 30 novembre 2017 « *Le groupe ALTRAN acquiert ARICENT et créé le leader mondial inégalé des services d'ingénierie et de R&D* ».

4.2.4.2 Marge d'EBIT[25]

L'évolution de la marge d'EBIT et du taux de marge sur les 5 derniers exercices se présente comme suit :

EBIT (M€) et taux de marge (%)



(*) S1 2018 *pro forma* de l'acquisition d'ARICENT

Sources : Documents de référence 2015, 2016, 2017 et 2018 et rapport financier semestriel 2019

La marge d'EBIT d'ALTRAN apparaît en croissance régulière en valeur depuis l'exercice 2014, passant de 164 M€ à 351 M€ en 2018, soit un CAGR[26] de 21%.

En termes de taux de marge, la croissance est progressive et marquée par des effets de saisonnalité. Au titre de l'exercice 2018, le taux de marge d'EBIT s'établit à 12,0% du chiffre d'affaires, en hausse de 130 points de base par rapport à 2017, principalement porté par un effet des variations de périmètre de 83,4 M€ dont une contribution d'ARICENT de 78,7 M€.

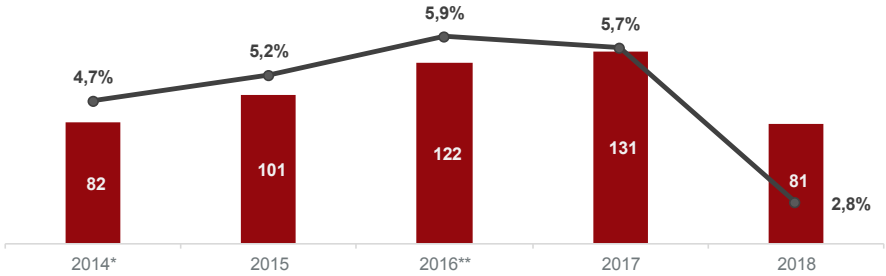
Sur le premier semestre 2019, le taux de marge d'EBIT s'établit à 10,6%, en progression par rapport au 30 juin 2018 (10,1%), ce qui confirme le taux de progression constaté en 2018, cette tendance devant être accentuée au deuxième semestre pour marquer une progression par rapport à l'exercice précédent.

[25] La Société communique sur une notion de marge opérationnelle, très proche de l'EBIT présenté ici, qui correspond à la marge opérationnelle à partir de laquelle nous avons retraité les charges fondées sur les actions et assimilés.
[26] CAGR : Compound Annual Growth Rate ou taux de croissance annuel moyen.

4.2.4.3 Résultat net

L'évolution du résultat net au cours des 5 derniers exercices est reproduite ci-après :

Résultat net (en M€ et en fonction du chiffre d'affaires)



(*) retraité par la Société conformément à l'impact de l'interprétation IFRIC 2021
(**) retraité par la Société compte tenu de la cession de l'activité américaine "Utilities" en décembre 2017

Sources : Documents de référence 2015, 2016, 2017 et 2018

Résultat net — Taux de marge net

Le résultat net affiche une trajectoire haussière jusqu'en 2017 avant de baisser de 38% en 2018 pour revenir à son niveau de 2014. Cette diminution s'explique par la hausse, en 2018, des autres charges opérationnelles non récurrentes de 88 M€ (dont notamment 45 M€ de charge d'amortissement des droits incorporels issus de regroupements d'entreprises en lien avec l'allocation du prix d'acquisition d'ARICENT, 27 M€ au titre des plans de restructuration et 20 M€ de coûts et litiges relatifs aux acquisitions et réorganisations juridiques) et des charges financières nettes de 75 M€ principalement liées à l'acquisition d'ARICENT.

Le taux de résultat net 2018 exprimé en fonction du chiffre d'affaires apparaît également en baisse et se situe à son niveau le plus bas depuis 2014 (2,8%).

Le Groupe a par ailleurs été touché par différents incidents en 2018 et au premier semestre 2019 :

- En juillet 2018, la découverte chez ARICENT d'une anomalie liée à des bons de commande fictifs pour un montant d'environ 10 M$. Dans le cadre de cette acquisition, la société ALTRAN a indiqué dans son rapport financier semestriel au 30 juin 2019 avoir souscrit une « assurance responsabilité des déclarations et garanties » auprès de différents assureurs pour un montant total de couverture de 200 M$ avec une franchise de 21 M$. L'instruction du dossier par les assureurs est en cours ;

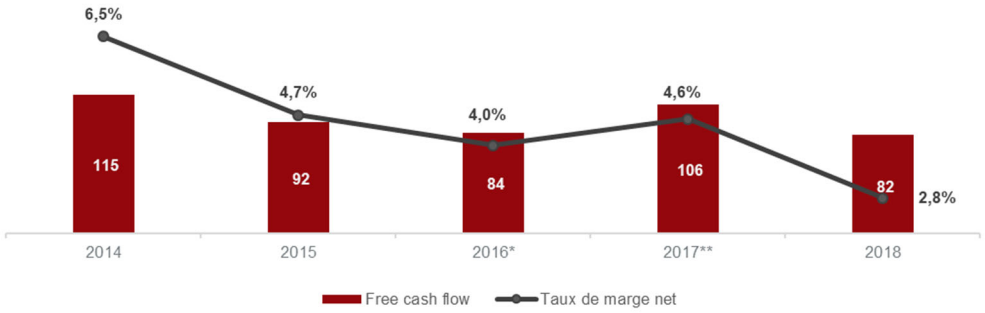
- Une cyberattaque en date du 24 janvier 2019 affectant les opérations du Groupe dans certains pays européens et ayant un impact sur les charges non récurrentes de 19,3 M€[27] au 30 juin 2019 (et un impact net de 16,3 M€ suite à l'acompte versé à ALTRAN par l'assurance).

[27] Source : Rapport financier semestriel d'ALTRAN au 30 juin 2019.

4.2.4.4 Free cash-flow[28]

L'évolution du *free cash-flow* et de sa part en fonction du chiffre d'affaires sur les 5 derniers exercices se présente comme suit :

Free cash flow (en M€ et en fonction du chiffre d'affaires)



(*) retraité par la Société compte tenu de la cession de l'activité américaine "Utilities" en décembre 2017
(**) retraité par la Société conformément à l'impact de la norme IFRS 15

Sources : Documents de référence 2014, 2015, 2016, 2017 et 2018

Le *free cash-flow* a diminué de 24 M€ entre 2017 et 2018 pour s'établir à 82 M€. Cette baisse s'explique principalement par l'impact relatif au financement de l'acquisition d'ARICENT (principalement le décaissement des intérêts et des frais financiers et les décaissements liés aux acquisitions d'immobilisations corporelles et incorporelles). Elle est en partie compensée par (i) l'optimisation des processus de facturation et de recouvrement ainsi que par (ii) la monétisation de créances (crédit d'impôt recherche en France).

Le *free cash-flow* 2018 représente 2,8% du chiffre d'affaires contre un taux historiquement supérieur ou égal à 4% au cours des 5 derniers exercices.

[28] *Free cash-flow* après paiement des frais financiers.

4.2.5 Stratégie du Groupe au travers de son plan « *The High Road 2022* »[29]

Le 28 juin 2018, ALTRAN a présenté au marché son nouveau plan stratégique intitulé « *The High Road 2022* » qui vise à conforter la position du Groupe en tant que leader mondial du marché des services d'ingénierie et de R&D, créer de la valeur en élevant son modèle de services et en étendant sa présence dans les secteurs et régions clefs du marché.

Le plan stratégique se focalise sur 3 axes principaux :

- Renforcement de l'offre synergétique du Groupe en développant la complémentarité de ses modèles de services différenciés ;
- Développement dans les secteurs à fort potentiel, notamment ceux de l'industrie de la haute technologie ;
- Consolidation de la position de leader mondial en alignant son modèle de services dans l'ensemble des zones géographiques et en créant notamment une plateforme de croissance en Chine pour accroître sa présence en Asie.

Nous reviendrons dans nos analyses ci-après sur nos appréciations sur les hypothèses financières de ce plan.

4.2.6 Matrice SWOT

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

Forces

- Leader mondial sur le marché de l'ER&D
- Présence forte à l'international sur les principaux marchés attendus en croissance (Europe, Etats-Unis, Asie)
- Capacité à mener des opérations de croissance externe
- Degré d'externalisation élevé de la R&D par les clients
- Portefeuille de clientèle diversifié et équilibré entre les différents secteurs d'activité
- Présence *near* et *offshore* (17.500 ingénieurs répartis dans 5 *Global Engineering Centers*)

Faiblesses

- Fort pouvoir de négociation des grands donneurs d'ordres
- Endettement élevé suite à l'acquisition d'ARICENT qui limite les possibilités de croissance externe à court terme
- Difficultés à transformer certains marchés historiques (Allemagne)
- Impact sur l'image du Groupe du fait des incidents rencontrés (bons de commande fictifs chez ARICENT et cyberattaque)

Opportunités

- Potentiel de développement dans les industries de la haute technologie (logiciel et Internet, semiconducteur, automobile, communication et les sciences de la vie)
- Perspectives favorables du marché de l'ER&D attendu en croissance soutenue
- Opportunités de croissance externe

Menaces

- Pression sur les prix
- Mutation du secteur et changements technologiques rapides
- Développement du mode de rémunération au forfait exposant les acteurs du secteur à des risques liés à l'exécution de leurs prestations (exemple : retards entrainant des pénalités)
- Risques liés à l'intégration des sociétés acquises par croissance externe
- Concurrence à l'embauche sur les profils qualifiés dans un contexte où la demande apparait supérieure à l'offre

[29] Source : Document de référence 2018.

5 Evaluation des actions de la société ALTRAN

Conformément aux dispositions de l'article 262-1 du Règlement général de l'AMF, nous avons procédé à notre propre évaluation multicritères de la société ALTRAN dont les modalités et résultats sont exposés ci-après.

5.1 Méthodes d'évaluation écartées

Nos travaux nous ont conduits à écarter les méthodes suivantes :

5.1.1 Actif net comptable consolidé

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

Pour information, l'actif net comptable consolidé (part du groupe) au 30 juin 2019 s'établit à 1.672 M€, soit une valeur par action de 6,5 € sur une base diluée.

5.1.2 Actif net comptable réévalué

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

5.1.3 Actualisation des dividendes futurs

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

La Société a versé, le 1er juillet 2019, un dividende de 0,24 € par action au titre de l'exercice clos le 31 décembre 2018 et a annoncé, pour les années à venir, son intention « *de maintenir une rémunération de ses actionnaires en ligne avec les pratiques antérieures* ».

Toutefois, nous ne retiendrons pas cette méthode dans la mesure où elle apparaît moins pertinente que l'approche par l'actualisation des flux futurs de trésorerie (DCF) et où elle ferait ressortir une valeur par action ALTRAN très inférieure à celles extériorisées par les autres méthodes d'évaluation mises en œuvre.

5.1.4 Valeur liquidative

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

5.2 Méthodes d'évaluation retenues

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

- L'analyse du cours de bourse de la Société ;
- La méthode intrinsèque de l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels ;
- La transaction récente intervenue sur le capital d'ALTRAN ;
- La méthode d'évaluation analogique fondée sur les multiples observés sur des sociétés cotées comparables ;
- Les objectifs de cours de bourse des analystes.

A titre indicatif, nous présenterons également :

- La méthode d'évaluation analogique fondée sur les multiples observés sur des transactions comparables.

5.2.1 Cours de bourse de la Société

Le cours de bourse est un instrument de mesure du prix des actions de la société librement négociées sous réserve de niveaux de flottant et de liquidité suffisants.

La société est cotée sur le compartiment A d'EURONEXT PARIS (Code ISIN FR0000034639).

Sur la base des informations qui ressortent du document de référence d'ALTRAN au 31 décembre 2018, la part du capital flottant ressort à 86,9%[30].

[30] En l'absence d'information précise sur la part du capital flottant à la date de l'annonce de l'Offre, nous avons retenu le capital flottant au 31 décembre 2018 tel que cela ressort du document de référence d'ALTRAN.

Sur la base du dernier cours de bourse (non ajusté) avant annonce de l'Offre, soit celui du 24 juin 2019 (l'annonce est intervenue le 24 juin 2019 après bourse), les cours moyens pondérés par les volumes (ci-après, désignés « CMPV ») retraités du dividende de 0,24 € par action versé le 1er juillet 2019[31], les volumes échangés sur le titre et les taux de rotation qui en découlent se présentent comme suit sur une période de 24 mois :

Altran - Analyse du cours de bourse (non ajusté)

	Cours (€)	Volume échangé (en K)		Capital échangé (en K)		% du capital		% du flottant	
		Moyen	Cumulé	Moyen	Cumulé	Volume échangé	Rotation du capital	Volume échangé	Rotation du flottant
Spot coupon détaché (24/6/2019)	11,23	456	456	5 229	5 229	0,18 %	0,18 %	0,22 %	0,22 %
CMPV 1 mois coupon détaché	10,81	668	14 687	7 377	162 290	0,26 %	5,79 %	0,32 %	7,12 %
CMPV 60 jours coupon détaché	10,64	791	47 451	8 605	516 307	0,31 %	18,70 %	0,38 %	23,00 %
CMPV 3 mois coupon détaché	10,58	796	50 149	8 612	542 561	0,31 %	19,76 %	0,39 %	24,31 %
CMPV 6 mois coupon détaché	9,24	940	117 500	8 914	1 114 298	0,37 %	46,29 %	0,45 %	56,87 %
CMPV 12 mois coupon détaché	8,47	1 229	313 414	10 708	2 730 563	0,48 %	123,48 %	0,57 %	144,76 %
CMPV 24 mois coupon détaché	9,93	856	435 602	8 701	4 428 966	0,34 %	171,62 %	0,45 %	228,07 %

CMPV : Cours moyen pondéré par les volumes
Sources : Capital IQ, analyses Finexsi

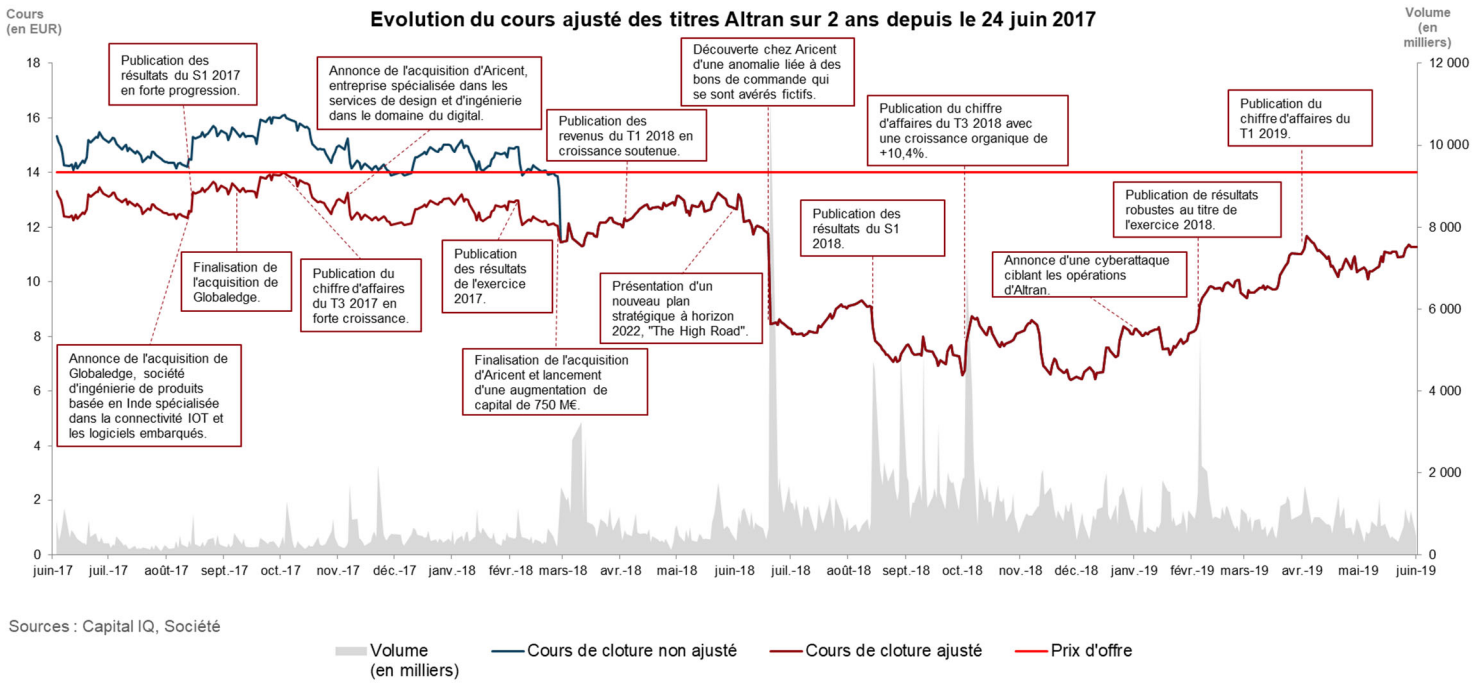
Sur les 12 derniers mois (antérieurs au 24 juin 2019), le volume des actions d'ALTRAN échangées est de 313.414 milliers d'actions (soit environ 1,2 million d'actions par jour de cotation). Sur cette même période, la rotation du capital flottant s'est établie à 144,76%.

Sur 24 mois d'observation, le volume d'actions échangées passe à 435.602 milliers (soit environ 856 milliers d'actions par jour de cotation) et la rotation du capital flottant s'établit à 228,07%.

Nous considérons que ces constats démontrent que le cours de bourse est une référence significative et pertinente.

Nous présentons ci-après le cours de bourse de l'action ALTRAN ajusté de l'effet dilutif de l'augmentation de capital annoncée le 22 mars 2018 et des distributions de dividendes, sur les 24 derniers mois (antérieurs au 24 juin 2019). Le prix d'Offre de 14,0 € se compare au cours actuel, tandis que les cours historiques antérieurs à l'augmentation de capital du 22 mars 2018, doivent être rebasés pour être comparables. L'ajustement du cours de bourse historique de l'effet dilutif de l'augmentation de capital permet de « rebaser » le cours de bourse. En effet, l'actionnaire a reçu des droits préférentiels de souscription en mars 2018 qui lui ont permis de les céder ou de souscrire à de nouvelles actions à un prix décoté (le prix de souscription ayant été fixé à 9,23 € par action nouvelle), le cours de bourse de l'action ALTRAN étant passé de 13,4 € (le 22 mars 2018 à la clôture) à 12,4 € au lendemain de l'annonce des modalités de l'augmentation de capital. Ainsi, le prix d'Offre de 14,0 € par action proposé dans le cadre de la présente Offre doit se comparer au cours de bourse de la société ALTRAN ajusté de l'effet dilutif de l'augmentation de capital pour les cours de bourse antérieurs au 22 mars 2018.

[31] Dans la mesure où le prix d'Offre de 14,0 € correspond à un prix par action après détachement du coupon 2018 de 0,24 € par action, nous avons retraité ce montant de nos analyses de CMPV.



Concernant le cours de bourse ajusté de l'effet dilutif de l'augmentation de capital, nous relevons qu'entre la fin du mois de juin 2017 et le 18 septembre 2017 celui-ci a évolué entre 12,3 € et 13,7 €. L'annonce, le 5 septembre 2017, de l'acquisition de la société GLOBALEDGE ainsi que l'annonce, le 7 septembre 2017, des résultats du premier semestre 2017 affichant des revenus en croissance organique de 4,9% et une marge d'EBIT en progression de 4%, ont eu un impact haussier sur le cours ajusté qui a progressé de 10,6% en 10 séances.

Entre le 19 septembre 2017 et l'augmentation de capital annoncée le 22 mars 2018, le cours ajusté a connu une tendance globalement baissière pour s'établir à 11,6 € en fin de période, soit -14,2% par rapport à la séance du 19 septembre 2017, sous-performant ainsi les indices SBF 120 (indice de référence d'ALTRAN) et STOXX Europe 600 Technology qui, quant à eux, sont restés relativement stables sur la période (respectivement -1,1% et +3,6%). A noter toutefois que le cours de bourse ajusté a atteint son plus haut sur les 24 mois précédant l'annonce de l'Offre au cours de cette période, avec 13,99 € le 26 octobre 2017.

Entre le 23 mars 2018 et le 12 juillet 2018, le cours ajusté d'ALTRAN a été relativement stable, avec un volume d'échanges quotidien s'élevant en moyenne à 755 milliers de titres et un cours ajusté s'établissant entre 11,3 € et 13,3 €. Malgré l'annonce de revenus en croissance soutenue (+6,7% au premier trimestre 2018) et d'un nouveau plan stratégique « *The High Road 2022* », le 28 juin 2018, présentant un objectif de chiffre d'affaires à périmètre constant de 4 Mds€ à horizon 2022 et de marge opérationnelle à 14,5%, le titre du Groupe a sous-performé (+2,8%), sur la période, par rapport aux indices SBF120 et STOXX Europe 600 Technology qui ont pour leur part affiché des performances en hausse (autour de +5,7%).

L'annonce, le 13 juillet 2018, de la découverte chez ARICENT d'un incident lié à des bons de commande qui se sont avérés fictifs a contraint le management à réviser à la baisse les estimations de marge d'ARICENT à 15,6% (soit -500 points de base par rapport à la marge d'EBIT attendue lors de l'annonce de cette acquisition) et a entraîné une chute du cours de bourse de 28,2% en une seule séance, dans des volumes significatifs, représentant environ 4% du capital de la Société.

Durant les 5 mois suivant l'incident ARICENT, le cours ajusté du Groupe a oscillé entre 6,4 € et 9,3 € avec une moyenne s'établissant à 7,9 € et un volume d'échanges quotidien représentant en moyenne 1,5 million de titres soit près de deux fois le volume d'échanges quotidien de la période précédente.

A la fin de cette période et jusqu'à la date de publication du chiffre d'affaires du 1er trimestre 2019, le 25 avril 2019, le cours ajusté a bénéficié du rebond observé sur les marchés financiers après les fortes baisses constatées en fin d'année 2018[32]. Le cours ajusté d'ALTRAN a ainsi affiché une croissance de 63%, surperformant le SBF120 (+17,1%) et le STOXX Europe 600 Technology (+23,4%). A noter que durant cette dernière période le groupe ALTRAN a annoncé être l'objet d'une cyberattaque ciblant ses opérations en Europe, sans impact significatif sur son cours de bourse.

Entre le 26 avril 2019 et le 31 mai 2019, le cours ajusté a reculé de 11%, amplifiant la tendance observée par ailleurs sur le SBF 120 et le STOXX Europe 600 Technology, en baisse de respectivement 6,6% et 6,0%.

Au mois de juin 2019, le cours de bourse ajusté a augmenté de 7,1%.

Bien que pendant les 14 jours de bourse suivant l'annonce de l'Offre les volumes apparaissent sensiblement supérieurs à leurs niveaux historiques[33], le cours de bourse d'ALTRAN est resté légèrement supérieur au prix d'Offre de 14,0 € jusqu'à la date du présent rapport. Cela peut s'expliquer par plusieurs facteurs tels que :

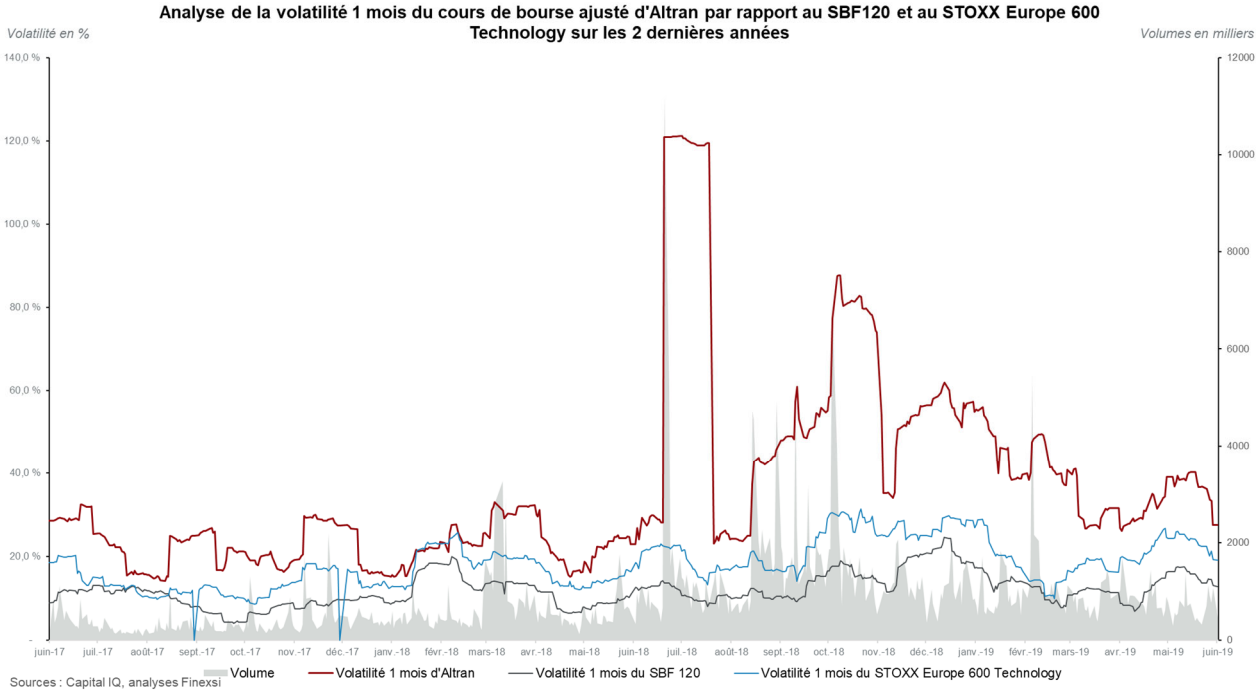
- Le débouclage des positions *short* qui a eu un effet haussier sur le cours de bourse (pour mémoire ALTRAN faisait partie des sociétés les plus « *shortées* » avant l'annonce de l'Offre) ;
- La présence d'arbitrageurs ;
- La spéculation des investisseurs sur un relèvement du prix d'Offre, notamment suite aux annonces du fonds ELLIOTT ;
- Les contreparties du fonds ELLIOTT qui ont pu acquérir des quantités de titres ALTRAN très importantes sur le marché pour servir les equity swap du fonds ELLIOTT si celui-ci venait à déboucler ses positions.

[32] -14,7% sur le SBF 120 et -17,8% sur le STOXX Europe 600 Technology entre début octobre 2018 et fin décembre 2018.
[33] Environ 4,3 fois supérieurs aux volumes moyens constatés sur les 3 mois ayant précédé l'annonce de l'Offre, avec un pic très significatif le 25 juin 2019.

Analyse de la volatilité du titre ALTRAN

La volatilité d'un titre est une mesure du niveau d'incertitude sur sa rentabilité en bourse. Elle est par conséquent utilisée comme base de la mesure du risque d'un actif financier.

Nous avons analysé la volatilité du cours de bourse ajusté sur les 24 derniers mois précédant l'annonce de l'Offre et l'avons comparée à celles du SBF 120 et du STOXX Europe 600 Technology, sur la même période.



Sur la période considérée, la volatilité moyenne du cours de bourse ajusté d'ALTRAN (37%) est sensiblement supérieure, et de façon constante, à celle du SBF 120 (12%) et du STOXX Europe 600 Technology (18%). Par ailleurs, nous relevons une augmentation très significative de la volatilité du cours ajusté d'ALTRAN lors de l'annonce de la fraude ARICENT puisqu'à cette date la volatilité a atteint 121%, niveau qui s'est maintenu sur les 21 séances suivantes.

Sur les 7 derniers mois précédant l'annonce de l'Offre, la volatilité du titre ALTRAN s'est inscrite à des niveaux élevés (42%), soit 1,8 fois supérieure à la volatilité moyenne observée avant l'annonce de la fraude chez ARICENT, laquelle était déjà à un niveau supérieur à celui du SBF 120, ce qui reflète le risque intrinsèque de la Société.

5.2.2 Actualisation des flux de trésorerie futurs (ou DCF[34])

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

Cette méthode permet de reconnaître la valeur attribuable aux perspectives de développement de la société et nous paraît adaptée à la situation d'ALTRAN.

Elle est adaptée dans le cadre d'une prise de contrôle de l'actif, pour rechercher la pleine valeur de celui-ci, dans la mesure où cette méthode suppose d'avoir l'accès et la maîtrise des flux générés par l'actif, donc le contrôle.

Les flux de trésorerie prévisionnels ont été établis sur la base du plan d'affaires transmis par la Société, lequel retranscrit les ambitions du plan stratégique « *The High Road 2022* »[35]. Dans le contexte où la Société a communiqué au marché son objectif à 3 ans issu de ce plan, et où son parcours a rencontré plusieurs aléas, nous avons également analysé le consensus et ses appréciations de la situation pour établir des prévisions utilisables dans le cadre d'une évaluation. Ce plan d'affaires couvrant la période 2019-2022 intègre les effets des opérations récentes de croissance externe[36], mais ne prévoit pas de nouvelle acquisition sur l'horizon explicite.

Ce plan d'affaires a ensuite fait l'objet d'une extrapolation de notre part jusqu'en 2026 afin de faire converger le taux de croissance de l'activité estimé par le management sur la période 2019-2022 avec le taux de croissance à l'infini.

Les principales hypothèses du plan d'affaires figurent au paragraphe 5.4.1.2 présentant la mise en œuvre du critère du DCF, ainsi que notre examen critique sur la base des commentaires du management et des analystes qui suivent régulièrement le titre.

Les flux de trésorerie ont été actualisés au coût moyen pondéré du capital (CMPC), déterminé en fonction des caractéristiques d'ALTRAN.

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

[34] Discounted Cash-Flows.
[35] Le plan stratégique a fait l'objet d'une approbation par le Conseil d'Administration d'ALTRAN du 26 juin 2018.
[36] Acquisition d'ARICENT notamment.

5.2.3 Transaction récente intervenue sur le capital de la Société

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

Concernant ALTRAN, nous nous référons à l'acquisition des blocs d'actions intervenue hors marché le 2 juillet 2019, faisant suite à un accord conclu le 24 juin 2019 entre CAPGEMINI et des actionnaires organisés autour d'APAX PARTNERS[37]. 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.

5.2.4 Comparables boursiers

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

Nous avons également examiné en détail les limites de cette méthode qui se heurte à celles de la comparabilité des entreprises concurrentes.

Nous avons retenu l'EBIT qui est l'agrégat le plus pertinent, tel que communément admis par les évaluateurs et les analystes pour les activités d'ALTRAN.

L'EBIT est calculé après les dotations aux amortissements et provisions. La référence à l'EBIT permet de prendre en compte les différences de niveau d'investissement et donc d'amortissement entre les sociétés, étant toutefois précisé qu'il ne s'agit pas d'une activité à forte intensité capitalistique requérant des investissements significatifs. Les politiques d'amortissement créent donc peu de distorsion au niveau de l'EBIT.

Nous avons appliqué aux EBIT 2019e, 2020e et 2021e d'ALTRAN issus du plan d'affaires, les multiples observés sur les mêmes périodes pour l'échantillon de comparables.

5.2.5 Objectifs de cours des analystes

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

Le titre ALTRAN fait l'objet d'un suivi régulier de la part d'un nombre significatif d'analystes. Dans ces conditions, nous avons retenu cette méthode.

Notre analyse a porté sur les dernières notes publiées postérieurement à l'annonce du chiffre d'affaires du premier trimestre 2019 et avant annonce de l'Offre, soit entre le 25 avril 2019 et le 24 juin 2019.

[37] ALTRAFIN PARTICIPATIONS, M. Alexis KNIAZEFF et M. Hubert MARTIGNY.

5.2.6 Transactions comparables (à titre indicatif)

La méthode des transactions comparables repose sur l'analyse des multiples extériorisés lors des opérations de rachats total ou partiel d'entreprises intervenues dans le secteur d'activité de l'entité évaluée. Pour les mêmes raisons que précédemment, nous avons considéré les multiples d'EBIT.

Nous avons recueilli des informations publiques exploitables sur des transactions intervenues depuis 2017.

Nous avons appliqué aux EBIT 2018 et EBIT LTM 2019 d'ALTRAN, le multiple extériorisé par l'échantillon de transactions comparables considéré.

Il convient toutefois de noter que nous n'avons pas identifié de transaction pleinement comparable à ALTRAN, en raison notamment de la diversité des activités du Groupe, de sa taille et de son positionnement géographique. Dans ces conditions, les résultats ressortant de la mise en œuvre de ce critère sont présentés à titre indicatif uniquement.

5.3 Données de référence de la société ALTRAN

5.3.1 Nombre de titres retenu

Nos calculs sont réalisés sur la base du nombre d'actions composant le capital social au 30 juin 2019 (257.021.105 actions), diminué du nombre d'actions auto-détenues (2.461.800 actions) à cette même date et augmenté du nombre d'actions gratuites susceptibles d'être émises dans le cadre des plans 2017, 2018 et 2019 actuellement en vigueur, soit 2.405.239 actions[38].

Le nombre d'actions ainsi retenu s'établit à 256.964.544.

5.3.2 Dette financière nette

Les ajustements permettant le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres ont été déterminés sur la base des éléments de trésorerie et de dette financière du groupe ALTRAN tels qu'ils figurent dans les comptes consolidés du Groupe au 30 juin 2019.

[38] Le nombre d'actions gratuites susceptibles d'être émises dans le cadre de ces plans correspond au nombre maximum d'actions pouvant être attribuées en prenant pour hypothèse un taux d'atteinte des objectifs de performance d'un niveau égal à 110%, donnant droit à l'acquisition de 120% des actions attribuées restantes au 4 septembre 2019.

La dette financière nette ajustée au 30 juin 2019 a été déterminée comme suit :

ALTRAN - Dette financière nette ajustée

en M€	30/06/2019
Dettes financières à long terme	(1 607)
Dettes financières à court terme	(160)
Endettement financier brut	***(1 767)***
Trésorerie et équivalents de trésorerie	***337***
Dette financière nette	***(1 429)***
Dette déconsolidée d'affacturage	(173)
Dividende 2018 (0,24€ / action)	(61)
Engagements retraites après impôt	(59)
Provisions long terme et autres actifs et passifs éventuels	(49)
Coûts d'emission de la dette	(49)
Intérêts minoritaires	(3)
Déficits fiscaux reportables	74
Créance de CIR	20
Titres de participation	13
Ajustements	***(287)***
Dette financière nette ajustée	***(1 717)***

Sources : Société, comptes consolidés au 30 juin 2019

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

- La dette déconsolidée d'affacturage pour 173 M€ au 30 juin 2019 ;
- Les passifs et provisions pour risques et charges long terme ainsi que des aléas positifs estimés nets d'impôt, dont notamment un montant potentiel d'indemnisation par les assurances suite à l'incident ARICENT ;
- Le coût d'émission de la dette lié à l'acquisition d'ARICENT, correspondant à une partie du capital restant dû ;
- Les déficits fiscaux reportables au 30 juin 2019 pour 74 M€. Ces déficits fiscaux ont fait l'objet d'une actualisation en fonction de leur horizon de consommation probable, et ne sont donc pas retenus en diminution de la charge d'impôt calculée dans le DCF ;
- La créance fiscale au 30 juin 2019 (CIR n'ayant pas fait l'objet d'une cession déconsolidante) qui sera soit déduite de l'impôt sur les sociétés au cours des trois prochains exercices, soit remboursée par l'Etat en l'absence de déduction ;
- Les titres de participations pour 13 M€ au 30 juin 2019. Il nous a été confirmé par le management qu'il n'y avait pas de potentiel pour procéder à une réévaluation de ces titres.

Après retraitements, la dette financière nette ajustée ressort à 1.717 M€.

5.4 Mise en œuvre de la valorisation de la Société ALTRAN

5.4.1.1 La référence au cours de bourse

Nous présentons ci-dessous les cours de bourse moyens pondérés par les volumes (retraités du dividende de 0,24 € par action versé le 1er juillet 2019) au 24 juin 2019[39] :

Altran - Analyse du cours de bourse (non ajusté)

	Cours (€)	Prime / (décote) induite par le prix d'offre de 14,0 €
Spot coupon détaché (24/6/2019)	11,23	24,7 %
CMPV 1 mois coupon détaché	10,81	29,5 %
CMPV 60 jours coupon détaché	10,64	31,6 %
CMPV 3 mois coupon détaché	10,58	32,3 %
CMPV 6 mois coupon détaché	9,24	51,5 %
CMPV 12 mois coupon détaché	8,47	65,2 %
Plus haut 12 mois coupon détaché (26/6/2018)	13,18	6,2 %
Plus bas 12 mois coupon détaché (21/12/2018)	6,29	122,6 %

CMPV : Cours moyen pondéré par les volumes
Sources : Capital IQ, analyses Finexsi

Le prix d'Offre, qui n'a jamais été atteint au cours des 12 derniers mois, fait ressortir une prime de 24,7% par rapport au cours spot (coupon détaché) du 24 juin 2019 et des primes de 29,5% et 31,6% par rapport aux cours moyens pondérés par les volumes 1 mois et 60 jours (coupon détaché).

5.4.1.2 L'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels

Nous avons mené nos travaux sur la base du plan d'affaires « *standalone* » 2019-2022, communiqué par la Société et ayant fait l'objet d'une approbation par le Conseil d'Administration d'ALTRAN du 26 juin 2018. Ce plan d'affaires est la traduction du plan stratégique « *The High Road 2022* » ; il a été présenté comme un objectif de moyen terme au marché en juin 2018, d'atteindre à fin 2022 un niveau de chiffre d'affaires et de marge d'EBIT.

Ce plan d'affaires a été construit par activité selon une approche « *bottom-up* » pour ce qui concerne les revenus et selon une approche « *top-down* » pour ce qui concerne les marges et les cash-flows. Ce plan d'affaires n'intègre pas d'opération de croissance externe.

[39] Cours de bourse non ajusté de l'effet dilutif de l'augmentation de capital annoncée le 22 mars 2018.

Les principales hypothèses structurantes de ce plan d'affaires sont les suivantes :

- Un taux de croissance annuel moyen du chiffre d'affaires de 6,7% sur la période pour atteindre environ 4 Mds€ en fin de plan ;
- Une marge d'EBIT (avant coûts de restructuration récurrents et dépenses non courantes) en progression régulière pour atteindre 14,5%[40] en fin de plan, étant précisé que l'atteinte de ce niveau de marge suppose la mise en œuvre de coûts de transformation significatifs ;
- Des coûts de restructuration récurrents compris entre 0,5% et 0,7% du chiffre d'affaires ;
- Une variation de BFR simulée sur la base de 1,3% du chiffre d'affaires.

Ce plan d'affaires se caractérise donc par une progression marquée du chiffre d'affaires ainsi que par une amélioration constante du taux de marge, à des niveaux jamais atteints par le passé, avec une transformation significative du profil du groupe en termes d'activité *globalshore* en particulier. Les ambitions du management apparaissent donc très volontaristes. La transformation évoquée doit permettre à terme une amélioration du niveau de marge d'EBIT jusqu'à 14,5% en 2022 (contre 12,0% en 2018) ce qui positionnerait la Société comme l'acteur le plus performant de son marché. De plus, il prévoit également un sensible accroissement du chiffre d'affaires, plus complexe à atteindre selon nous dans le cadre de la transformation.

Dans le cadre de la mise en œuvre de nos diligences en application de la recommandation 2006-15 de l'AMF[41], nous avons échangé de façon approfondie avec le management d'ALTRAN. Celui-ci nous a précisé que « *ce BP constitue des objectifs et pas des prévisions* » et que « *toute analyse de valorisation reposant sur ces objectifs 2022 doit tenir compte de risques d'exécutions, compte tenu :*

- *Du caractère ambitieux et volontariste de ces objectifs qui positionneraient la société parmi les sociétés de services les plus performantes au monde ;*
- *De la trajectoire de progression non-linéaire requise pour l'atteinte de ces objectifs suite au retard accumulé en 2018 notamment en lien avec la fraude découverte sur l'actif Aricent ;*
- *Des évolutions de perspectives spécifiques dans certains secteurs ou certaines géographies dans lesquels évoluent nos clients, notamment en Allemagne où le groupe exécute un retournement difficile ;*
- *De la détérioration possible de l'environnement macro-économique global ».*

Ces considérations sont majeures pour l'appréciation que l'actionnaire peut avoir du parcours possible en *standalone*, qui ne peut faire abstraction des risques et aléas d'autant plus sensibles que les objectifs sont agressifs.

[40] Ce niveau de marge d'EBIT intègre la marge générée par les contrats IBM. Comme nous le verrons ci-après, les contrats IBM ont été valorisés séparément, ce qui a pour conséquence de diminuer le taux de marge d'EBIT du plan d'affaires hors IBM de 0,1% à 0,2%.
[41] Pour rappel la recommandation AMF 2006-15 prévoit en son article 4.2.1 en particulier « le principe d'examen critique ».

Nous relevons d'ailleurs que le consensus des analystes ne crédite pas à ce jour la Société de l'amélioration du taux de marge prévu dans le plan stratégique puisqu'il fait ressortir une marge d'EBIT autour de 13,2% en 2021, soit environ 80 points de base en dessous des objectifs du plan stratégique pour cette même année. Leurs anticipations ont été modifiées suite à l'annonce des difficultés sur ARICENT et la cyberattaque, comme on peut le voir ci-après :

Plan d'affaires consensus des analystes (post-acquisition d'Aricent et avant annonce de l'Offre)

En %		2019e	2020e	2021e	2022e
Croissance du chiffre d'affaires	Consensus Analystes (post-acquisition d'Aricent)	8,4 %	11,5 %	8,9 %	5,0 %
	Consensus Analystes (avant annonce de l'Offre)	10,7 %	5,9 %	6,5 %	4,9 %
Taux d'EBIT	Consensus Analystes (post-acquisition d'Aricent)	12,7 %	13,9 %	14,5 %	14,5 %
	Consensus Analystes (avant annonce de l'Offre)	12,0 %	12,4 %	13,2 %	*n.c*

Source : Capital IQ (consensus des analystes au 01/04/2018 et au 24/6/2019)

Ces constatations nous ont conduits à envisager deux scénarii distincts dans notre analyse afin de donner un éclairage complet à l'actionnaire sur la valeur potentielle d'ALTRAN.

Scénario 1

Un premier scénario (« Scénario 1 ») vise à examiner la pleine valeur issue du plan stratégique « *The High Road 2022* », sans considérer d'aléas dans son exécution conduisant au chiffre d'affaires et à la marge fixés, puis un maintien d'un niveau de performance élevé sur le long terme (13,5% de marge d'EBIT ou 13,4% hors contrats IBM valorisés séparément).

Horizon explicite du plan d'affaires

L'horizon explicite du plan d'affaires (période 2019-2022) retenu dans ce premier scénario correspond au plan d'affaires communiqué par le management tel que décrit ci-avant, sans aucun ajustement.

Extrapolation du plan d'affaires

La dernière année du plan d'affaires (2022) se situant en haut de cycle compte tenu de la forte croissance attendue sur l'horizon explicite, nous avons procédé à l'extrapolation de ce plan d'affaires sur la période 2023-2026, en considérant un taux de croissance du chiffre d'affaires en diminution linéaire pour revenir à un niveau de 2% (correspondant au taux de croissance à l'infini retenu – cf. ci-après) dans le flux normatif et un taux de marge d'EBIT stable, correspondant à celui fixé par le management dans son plan stratégique « *The High Road 2022* » (14,5% intégrant les contrats IBM ou entre 14,3% et 14,4% hors contrats IBM valorisés séparément).

La période d'extrapolation intègre également des coûts récurrents de restructuration, en ligne avec ceux de l'horizon explicite du plan d'affaires du management (0,5% du chiffre d'affaires).

Flux normatif

Le flux normatif a été construit sur la base d'un taux de marge d'EBIT (avant coûts de restructuration récurrents et dépenses non courantes) de 13,4% hors contrats IBM valorisés séparément, correspondant à une hypothèse de milieu de cycle.

Des coûts de restructuration récurrents, en ligne avec ceux de l'horizon explicite du plan d'affaires (0,5% du chiffre d'affaires), ont été maintenus dans le flux normatif.

Un taux de croissance à l'infini de 2,0% a été appliqué au flux normatif, ce qui apparaît en haut de fourchette des taux de croissance à long terme actuellement observés en matière d'évaluation financière.

Scénario 2

Un second scénario (« Scénario 2 ») consiste à retenir les niveaux de marge d'EBIT anticipés par le consensus des analystes jusqu'en 2021, soit 13,2%, puis à faire croître cette marge jusqu'à atteindre 13,5% en 2026 (ce taux intégrant les contrats IBM). Dans ce second scénario, le chiffre d'affaires est identique à celui retenu dans le premier scénario mais il intègre l'appréciation par les analystes des aléas dans l'exécution du plan « *The High Road 2022* », comme expliqué ci-dessous.

Horizon explicite du plan d'affaires

Le niveau de chiffre d'affaires retenu sur l'horizon explicite de ce plan d'affaires correspond à celui communiqué par le management. Il est donc identique au chiffre d'affaires retenu dans le Scénario 1.

Nous avons en revanche ajusté les taux de marge d'EBIT pour les fixer aux niveaux de ceux retenus par le consensus des analystes pour les années 2019 à 2021, soit un taux de marge d'EBIT de 13,2% en 2021 (cf. tableau ci-avant).

Extrapolation du plan d'affaires

Nous avons procédé à l'extrapolation de ce plan d'affaires sur la période 2022-2026 en maintenant un niveau de chiffre d'affaires identique à celui retenu dans le premier scénario.

Pour ce qui concerne la marge d'EBIT, nous avons modélisé une croissance linéaire de cette marge jusqu'à atteindre 13,5% en 2026 (ce taux intégrant les contrats IBM ou 13,3% hors contrats IBM valorisés séparément).

La période d'extrapolation intègre, comme dans le Scénario 1, des coûts récurrents de restructuration, en ligne avec ceux de l'horizon explicite du plan d'affaires du management (0,5% du chiffre d'affaires).

Flux normatif

Le flux normatif a été construit sur la base d'un taux de marge d'EBIT (avant coûts de restructuration récurrents et dépenses non courantes) de 13,4% hors contrats IBM valorisés séparément, correspondant à une hypothèse de milieu cycle.

Des coûts de restructuration récurrents, en ligne avec ceux de l'horizon explicite du plan d'affaires (0,5% du chiffre d'affaires), ont été maintenus dans le flux normatif.

Un taux de croissance à l'infini de 2,0% a été appliqué au flux normatif, ce qui apparaît en haut de fourchette des taux de croissance long terme actuellement observés en matière d'évaluation financière.

Détermination des flux (scénarii 1 et 2)

Les flux ont été déterminés de manière identique pour chacun des deux scénarii :

- Flux du second semestre 2019

Par cohérence avec la dette nette calculée au 30 juin 2019, nous avons actualisé les flux de trésorerie à compter de cette date.

Pour l'exercice 2019, nous avons ainsi retenu le flux de trésorerie correspondant au second semestre, déterminé par différence entre l'année 2019 telle qu'elle ressort du plan d'affaires et le réalisé de la Société au 1er semestre 2019.

- Investissements (ou CAPEX)

Les niveaux d'investissements à retenir (hors contrats IBM) ont été communiqués par la Société et représentent environ 2% du chiffre d'affaires.

- Impôts sur les sociétés

Un taux d'impôt sur les sociétés de 32,0%, communiqué par la Société et correspondant à un taux consolidé, a été retenu pour la première année du plan d'affaires. Ce taux évolue à la baisse les années suivantes pour atteindre 29% en fin de plan.

La consommation des déficits reportables a été simulée sur la base des résultats opérationnels après prise en compte des coûts de restructuration récurrents et des dépenses non courantes. Les déficits reportables n'ont pas été retenus en diminution des flux de trésorerie mais modélisés séparément et intégrés dans notre calcul de la dette financière nette pour leurs montants actualisés, afin d'être intégrés dans les différentes méthodes de valorisation.

Contrats IBM

Les 4 contrats de licences conclus avec IBM[42] entre septembre 2016 et mars 2018, ont fait l'objet d'une valorisation distincte par la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie, en tenant compte des montants restant à décaisser dans le cadre de ces contrats. Nous avons retenu l'hypothèse d'un renouvellement de ces licences à l'échéance des contrats en cours (d'une durée de 10 ans chacun).

Ces contrats ont été valorisés distinctement afin de tenir compte, d'une part, de leur date d'échéance connue et, d'autre part, de la baisse attendue du chiffre d'affaires généré par ces contrats dans le temps. Maintenir ces contrats dans les flux du plan d'affaires du management aurait conduit à les retenir dans la valeur terminale, et donc à leur attribuer une durée de vie infinie, ce qui aurait constitué un biais méthodologique.

La valorisation induite par ces contrats a ensuite été ajoutée à la valeur d'entreprise telle qu'elle ressort de l'actualisation des flux de trésorerie issus des deux scénarii précédemment décrits[43].

Taux d'actualisation

Comme indiqué ci-avant, nous avons retenu le coût moyen pondéré du capital de la Société, calculé selon la formule du MEDAF, pour actualiser les flux de trésorerie futurs. Ce coût, identique pour les deux scénarii, a été estimé à 8,74% sur la base :

- D'un taux sans risque de 0,58% correspondant au taux moyen OAT TEC 10 (moyenne 1 an calculée au 24 juin 2019 - Source : Banque de France) ;
- D'une prime de risque marché de 7,14% (moyenne 1 an des primes de risques Associés en Finance au 31 mai 2019) ;
- D'un bêta désendetté des comparables de 1,22[44] (Source : Capital IQ) ;
- D'un coût de la dette avant impôt de 2,75% ;
- D'un gearing calculé sur la base du cours de bourse de la Société au 24 juin 2019 (avant annonce) et de l'endettement financier au 30 juin 2019, soit un ratio dettes / fonds propres de 49,1%[45].

[42] Partenariats d'ingénierie de produits en vertu desquels ARICENT s'est vu consentir des licences sur des logiciels IBM par le biais de contrats de licence pour un montant global de 377 M USD.
[43] De manière analogue, la valorisation induite par ces contrats a été ajoutée à la valeur d'entreprises telle qu'elle ressort de la mise en œuvre des méthodes d'évaluation analogiques (cf. § 5.4.1.4 et 5.4.1.6).
[44] Nous avons retenu les bétas des comparables ayant un R^2 supérieur à 20%, à savoir ALTEN, AF POYRY et AKKA.
[45] La prise en compte d'un *gearing* cible sur la base de l'objectif de désendettement annoncé dans le plan « High Road 2022 » conduirait à retenir un taux d'actualisation légèrement supérieur.

Ce taux d'actualisation de 8,74% s'inscrit dans le bas de fourchette des taux retenus par les analystes pré-annonce suivant le titre ALTRAN, soit entre 8,5% et 9,5%[46], étant rappelé que les analystes fondent leurs objectifs de cours sur des prévisions inférieures à celles du plan stratégique « *The High Road 2022* » (notamment en ce qui concerne le taux de marge opérationnelle) alors que nous avons pour notre part retenu dans le Scénario 1 les objectifs annoncés au marché par le management sur l'horizon explicite du plan d'affaires ainsi que sur la période d'extrapolation.

Bien que les prévisions présentent un caractère volontariste, nous n'avons pas pris en compte de prime spécifique pour tenir compte du risque de réalisation associé, ce qui est favorable à l'actionnaire. Seuls les flux du scénario 2 ont été dégradés.

Les flux financiers ont été actualisés au 1er juillet 2019.

Calculs de valorisation selon les deux scénarii et analyses de sensibilités

Scénario 1

Sur ces bases, la valeur d'entreprise ressort à 5.042 M€, dont 61,4% résultent de la valeur terminale au-delà de l'horizon explicite. Compte tenu de la dette financière nette, le montant des fonds propres s'établit à 3.326 M€ et la valeur par action ALTRAN à 12,9 €[47].

Les sensibilités de la valeur par action ALTRAN à une variation combinée du taux d'actualisation (de -0, 5 point à +0,5 point) et du taux de croissance à l'infini (de -0,5 point à +0,5 point), sont présentées ci-après.

Taux de croissance à l'infini	Taux d'actualisation 8,24%	8,49%	8,74%	8,99%	9,24%
1,50%	13,4	12,7	12,1	11,4	10,9
1,75%	13,9	13,2	12,5	11,8	11,2
2,00%	14,5	13,7	**12,9**	12,3	11,6
2,25%	15,1	14,2	13,4	12,7	12,0
2,50%	15,7	14,8	14,0	13,2	12,5

Les sensibilités de la valeur par action ALTRAN à une variation combinée du taux d'actualisation (de -0, 5 point à +0, 5 point) et du taux de marge d'exploitation normatif (de -0,5 point à +0,5 point), sont présentées ci-après.

Taux de marge normatif (hors contrats IBM)	Taux d'actualisation 8,24%	8,49%	8,74%	8,99%	9,24%
12,9%	13,6	12,9	12,2	11,5	10,9
13,1%	14,0	13,3	12,6	11,9	11,3
13,4%	14,5	13,7	**12,9**	12,3	11,6
13,6%	14,9	14,1	13,3	12,6	12,0
13,9%	15,3	14,5	13,7	13,0	12,3

[46] Cette fourchette intègre l'ensemble des taux d'actualisation publiés par les analystes avant annonce de l'Offre, soit les taux publiés par KEPLER CHEVREUX, SOCIETE GENERALE, BRYAN GARNIER et EXANE.
[47] A titre informatif, en maintenant un taux de marge d'EBIT de 14,4% (hors contrats IBM valorisés séparément) dans le flux normatif et en retenant un taux d'actualisation augmenté d'une prime de risque de 0,5% pour tenir compte du risque d'exécution accru, la valeur centrale du DCF ressortirait à 13,0 € par action.

Scénario 2

Sur ces bases, la valeur d'entreprise ressort à 4.981 M€, dont 64,5% résultent de la valeur terminale au-delà de l'horizon explicite. Compte tenu de la dette financière nette, le montant des fonds propres s'établit à 3.264 M€ et la valeur par action ALTRAN à 12,7 €.

Les sensibilités de la valeur par action ALTRAN à une variation combinée du taux d'actualisation (de -0, 5 point à +0, 5 point) et du taux de croissance à l'infini (de -0,5 point à +0,5 point), sont présentées ci-après.

Taux de croissance à l'infini \ Taux d'actualisation	8,24%	8,49%	8,74%	8,99%	9,24%
1,50%	13,2	12,4	11,8	11,2	10,6
1,75%	13,7	12,9	12,2	11,6	11,0
2,00%	14,3	13,4	**12,7**	12,0	11,4
2,25%	14,9	14,0	13,2	12,5	11,8
2,50%	15,5	14,6	13,8	13,0	12,3

Les sensibilités de la valeur par action ALTRAN à une variation combinée du taux d'actualisation (de -0, 5 point à +0, 5 point) et du taux de marge d'exploitation normatif (de -0,5 point à +0,5 point), sont présentées ci-après.

Taux de marge normatif (hors contrats IBM) \ Taux d'actualisation	8,24%	8,49%	8,74%	8,99%	9,24%
12,9%	13,4	12,6	11,9	11,3	10,7
13,1%	13,8	13,0	12,3	11,6	11,0
13,4%	14,3	13,4	**12,7**	12,0	11,4
13,6%	14,7	13,9	13,1	12,4	11,7
13,9%	15,1	14,3	13,5	12,7	12,1

En définitive, les valeurs auxquelles nous parvenons en intégrant, selon le Scenario 1, la pleine valeur du plan « *The High Road 2022* » s'inscrit dans une fourchette de 12,3 € à 13,7 € par action ALTRAN, avec une valeur centrale de 12,9 €. Le prix de l'Offre fait ainsi ressortir une prime de 14,2% sur la borne basse et une prime de 2,4% sur la borne haute de notre fourchette.

Selon le Scénario 2, intégrant certains aléas dans l'exécution du plan « *The High Road 2022* », nous obtenons une fourchette de valeurs comprises entre 12,0 € et 13,4 € par action ALTRAN, avec une valeur centrale de 12,7 €. Le prix de l'Offre fait ainsi ressortir une prime de 16,6% sur la borne basse et une prime de 4,1% sur la borne haute de notre fourchette.

5.4.1.3 Transaction récente intervenue sur le capital de la Société

Le 24 juin 2019, CAPGEMINI et des actionnaires organisés autour d'APAX PARTNERS[48], ont chacun conclu un contrat de cession d'actions par lequel ces derniers se sont engagés à céder à CAPGEMINI l'intégralité de leur participation, représentant 11,43% du capital et 11,40% des droits de vote d'ALTRAN, au prix de 14,0 € par action, coupon détaché. La finalisation de cette acquisition hors marché est intervenue le 2 juillet 2019.

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

De plus, le droit de suite dont bénéficient les cédants dans le cadre des contrats de cession d'actions apparaît usuel dans le contexte, et ne diffère en rien des conditions plus favorables dont pourraient bénéficier les autres actionnaires en cas d'offre concurrente ou de surenchère notamment.

Par ailleurs, en sa qualité de membre du Conseil d'Administration d'ALTRAN, APAX PARTNERS disposait d'un accès complet à l'information concernant la Société, de ses risques et opportunités, et se trouvait par conséquent en position d'apprécier en toute connaissance de cause le prix proposé dans le cadre de la présente Offre.

Enfin, selon les informations qui nous ont été communiquées par APAX PARTNERS et son conseil, il n'existait aucune contrainte légale ou statutaire nécessitant de liquider les actifs détenus par le fonds pour en assurer la liquidité, ayant pu avoir une incidence sur la conduite des négociations entre les parties et altérer l'objectif pour APAX PARTNERS de rechercher le meilleur prix de cession pour son bloc.

Le prix de 14,0 € par action (coupon détaché) constitue donc une référence de valorisation des titres de la société ALTRAN.

5.4.1.4 Comparables boursiers

5.4.1.4.1 Multiples observés sur les sociétés cotées comparables

Compte tenu des spécificités du marché sur lequel évolue ALTRAN, il n'existe pas de société qui lui soit pleinement comparable, en particulier en termes de mix-métiers et de répartition géographique des activités. Nous avons cependant identifié les sociétés cotées suivantes :

- **ALTEN SA** est une société française de conseil en ingénierie et technologie principalement implantée en France, en Europe et dans la région Asie-Pacifique. La société réalise des projets de conception et de recherche pour les divisions techniques et systèmes d'information des secteurs de l'industrie, des télécommunications et des services. Elle a réalisé en 2018 un chiffre d'affaires de 2.270 M€ et compte environ 29.600 ingénieurs ;

[48] ALTRAFIN PARTICIPATIONS, M. Alexis KNIAZEFF et M. Hubert MARTIGNY, fondateurs d'ALTRAN.

- **AF PÖYRY** est une société suédoise qui fournit des services d'ingénierie et de conception pour les secteurs de l'énergie, de l'industrie et des infrastructures en Suède, en Norvège, en Suisse et à l'international. Elle a réalisé en 2018 un chiffre d'affaires de 13.975 MSEK (correspondant environ à 1.373 M€) et emploie près de 10.930 personnes ;

- **AKKA TECHNOLOGIES SE** est un groupe belge, coté sur la place de Paris, de services et de conseil en ingénierie et en technologie. AKKA a réalisé en 2018 un chiffre d'affaires de 1.505 M€ et compte plus de 21.000 ingénieurs répartis en Europe, Amérique, Asie et Moyen-Orient ;

- **CYIENT LIMITED** est une entreprise indienne qui propose des solutions informatiques et de conception technique. Elle a réalisé un chiffre d'affaires de 660 M$ (soit environ 594 M€) au titre de son dernier exercice clos le 31 mars 2019, dont 75% en EMEA[49] et en Amérique. Avec plus de 15.000 collaborateurs elle est présente dans 20 pays ;

- **BERTRANDT AKTIENGESELLSCHAFT** est une société allemande qui développe des solutions pour les industries automobile et aéronautique en Europe, en Asie et aux Etats-Unis. Elle exerce ses activités dans les domaines de l'ingénierie numérique, physique et des systèmes électriques. Au titre de l'exercice 2018, son chiffre d'affaires s'est élevé à 1.021 M€ ;

- **EDAG ENGINEERING GROUP AG** est une société suisse qui réalise des prestations de services d'ingénierie pour le secteur automobile. Cette entreprise exerce ses activités à l'international et a réalisé en 2018 un chiffre d'affaires de 788 M€ ;

- **RICARDO PLC** est une société britannique qui propose des services de conseil en ingénierie aux fabricants et exploitants d'équipements de transport, aux sociétés du secteur de l'énergie ainsi qu'aux institutions financières et organismes gouvernementaux. A travers ses deux activités « Technical Consulting » et « Performance Products », elle a généré un chiffre d'affaires de 380 M£ (soit environ 430 M€) et employait 3.000 personnes au titre de son dernier exercice clos le 30 juin 2018.

Perspectives de croissance et de rentabilité des sociétés cotées comparables

Comparables	Pays	CA (mEUR)	VE (mEUR) *	Croissance CA			Croissance EBIT			Taux de marge d'EBIT		
				18/19e	19/20e	20/21e	18/19e	19/20e	20/21e	2019e	2020e	2021e
Alten SA	France	2 270	3 395	13,9 %	6,7 %	6,4 %	16,6 %	7,7 %	7,1 %	9,8 %	9,9 %	10,0 %
ÅF Pöyry AB (publ)	Sweden	1 373	2 893	48,7 %	8,0 %	4,0 %	39,1 %	23,8 %	5,7 %	8,3 %	9,5 %	9,7 %
AKKA Technologies SE	Belgium	1 505	1 631	21,8 %	5,1 %	5,2 %	34,8 %	15,9 %	7,5 %	7,8 %	8,6 %	8,8 %
Cyient Limited	India	594	701	10,8 %	10,2 %	9,9 %	14,0 %	11,8 %	9,2 %	11,5 %	11,7 %	11,6 %
Bertrandt Aktiengesellschaft	Germany	1 021	572	5,0 %	5,4 %	6,5 %	19,4 %	13,2 %	8,4 %	8,0 %	8,6 %	8,7 %
EDAG Engineering Group AG	Switzerland	788	533	3,7 %	5,3 %	5,2 %	13,5 %	28,9 %	15,1 %	5,3 %	6,5 %	7,1 %
Ricardo plc	United Kingdom	430	464	4,1 %	5,3 %	1,7 %	12,0 %	8,6 %	2,8 %	10,9 %	11,2 %	11,3 %
Moyenne				**15,4 %**	**6,6 %**	**5,6 %**	**21,3 %**	**15,7 %**	**8,0 %**	**8,8 %**	**9,4 %**	**9,6 %**
Médiane				**10,8 %**	**5,4 %**	**5,2 %**	**16,6 %**	**13,2 %**	**7,5 %**	**8,3 %**	**9,5 %**	**9,7 %**

* Valeur d'entreprise calculée sur la base du cours de bourse au 24/6/2019

Source : Capital IQ

[49] Europe, Moyen-Orient et Afrique.

Le taux de croissance attendu du chiffre d'affaires pour l'échantillon de comparables boursiers est globalement supérieur à celui d'ALTRAN en 2019e notamment du fait de la récente acquisition de PÖYRY par AF[50] et de l'acquisition de PDS TECH par AKKA[51], et légèrement inférieur pour la période 2020e - 2021e.

Le taux de croissance moyen de l'EBIT d'ALTRAN ressort légèrement inférieur à la moyenne de ses comparables sur la période 2019-2021.

Le taux de marge d'EBIT d'ALTRAN ressort quant à lui globalement supérieur à celui des comparables sur la période.

Nous avons notamment exclu de l'échantillon la société ASSYSTEM (France) qui, depuis la cession en 2017[52] de son activité GPS (Global Product Solutions) à une société contrôlée à 60% par ARDIAN, présente des activités d'avantage orientées vers les domaines de l'infrastructure et l'énergie.

Nous obtenons les multiples suivants sur la base des agrégats estimés issus des consensus d'analystes pour 2019e, 2020e et 2021e :

Altran - Multiples* observés sur les sociétés comparables

Comparables	Pays	VE (mEUR) **	xEBIT		
			2019e	2020e	2021e
Alten SA	France	3 395	12,5x	11,7x	10,9x
ÅF Pöyry AB (publ)	Sweden	2 893	14,5x	11,7x	11,1x
AKKA Technologies SE	Belgium	1 631	11,4x	9,8x	9,1x
Cyient Limited	India	701	10,3x	9,2x	8,4x
Bertrandt Aktiengesellschaft	Germany	572	7,2x	6,4x	5,9x
EDAG Engineering Group AG	Switzerland	533	13,3x	10,4x	9,0x
Ricardo plc	United Kingdom	464	10,1x	9,3x	9,0x
Moyenne			**11,3x**	**9,8x**	**9,1x**
Médiane			**11,4x**	**9,8x**	**9,0x**

* Multiples induits par (i) une valeur d'entreprise calculée sur la base du CMPV 3 mois au 24 juin 2019 et d'un nombre moyen d'action sur 3 mois et (ii) des agrégats des comparables calendarisés sur la date de clôture de la société évaluée.

** Valeur d'entreprise calculée sur la base du cours de bourse au 24/6/2019

Source : Capital IQ

[50] Communiqué de presse de PÖYRY - 10 décembre 2018
[51] Communiqué de presse d'AKKA - 6 mai 2019
[52] Communiqué de presse d'ASSYSTEM - 28 septembre 2017

Ces multiples ont été déterminés au 24 juin 2019, soit le dernier jour de cotation avant l'annonce de l'Offre.

La référence à des multiples postérieurs à la date de l'Offre nous semblerait biaisée dans la mesure où certaines sociétés de l'échantillon ont vu leur cours et multiples sensiblement évoluer. En particulier, ALTEN a connu une hausse significative de son cours de bourse après l'annonce de l'Offre, avec une progression de 3,9% au lendemain de l'annonce et une progression de 8,64% entre le 24 juin et le 23 juillet 2019, veille de la publication de son chiffre d'affaires du premier semestre [53].

La société ALTEN a publié le 24 juillet 2019 un chiffre d'affaires en forte hausse au premier semestre 2019, à savoir +17,5% et +12,5% à périmètre et change constant, soit une croissance sensiblement supérieure à celle enregistrée par ALTRAN sur la même période (croissance organique, hors effets de change et de périmètre, de 7,4%). Ces éléments confirment la tendance observée ces deux dernières années, avec une croissance organique globalement supérieure d'ALTEN et une résilience plus importante de son résultat net[54], sensiblement supérieur à celui d'ALTRAN sur cette période, étant rappelé que par ailleurs la société ALTEN n'est pas endettée.

Ensuite, depuis l'acquisition d'ARICENT, la transformation engagée par ALTRAN a changé son profil opérationnel et sur le plan financier, le niveau actuel de sa dette qui en a été la conséquence a également modifié son profil de risque. Il en résulte des caractéristiques différentes et des profils de risques qui doivent être reflétés dans la valorisation.

Nous constatons également que leurs historiques de performance financière ont conduit à ce que les analystes perçoivent les deux titres de façon très contrastée.

En conséquence, l'application des seuls multiples d'ALTEN, de surcroît postérieurs à la date de l'annonce, à ALTRAN, constituerait selon nous un biais méthodologique et conduirait à une surévaluation significative de la société ALTRAN[55].

5.4.1.4.2 EBIT de référence de la Société

Nous avons appliqué les multiples moyens 2019e, 2020e et 2021e aux prévisions d'EBIT (hors EBIT lié aux contrats IBM) de la même année, issues du plan d'affaires établi par le management de la Société.

5.4.1.4.3 Contrats IBM

Comme expliqué précédemment, la valorisation des contrats IBM induite par la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie (cf. §5.4.1.2) a été ajoutée à la valeur d'entreprise telle qu'elle ressort de l'application des multiples boursiers.

---

[53] Nous n'avons pas identifié d'éléments autres que l'annonce de l'Offre qui pourraient expliquer la hausse du cours de bourse d'ALTEN sur cette période.
[54] Le résultat net d'ALTEN en 2017 et 2018 a représenté respectivement 7,5% et 7,1% de son chiffre d'affaires contre 5,7% et 2,8% pour ALTRAN.
[55] ALTEN présentait un multiple d'EBIT 2019e de 12,5x au 24 juin 2019 et de 13,8x au 30 août 2019, tous deux étant déterminés de manière analogue en retenant une valeur d'entreprise calculée sur la base d'un CMPV 3 mois.

5.4.1.4.4 Fourchette de valorisation d'ALTRAN selon les multiples de sociétés comparables

Comparables boursiers - Synthèse	xEBIT	
	Min	Max
Valeur par action (en €)	10,5	11,2
Prime induite par le prix d'offre de 14,0 €	32,9 %	25,0 %

En appliquant les multiples moyens observés sur les comparables boursiers aux EBIT 2019e, 2020e et 2021e, la valeur par action d'ALTRAN ressort entre 10,5 € et 11,2 €[56]. Sur ce critère, le prix d'Offre fait ressortir une prime de 32,9% si l'on se place sur la borne inférieure de la fourchette et une prime de 25,0% si l'on se place sur la borne supérieure de la fourchette.

5.4.1.5 Objectifs de cours des analystes

L'ensemble des dernières recommandations des analystes qui suivent le titre ALTRAN, publiées postérieurement à l'annonce du chiffre d'affaires du 1er trimestre 2019 (soit à partir du 25 avril 2019) et avant l'annonce de l'Offre intervenue le 24 juin 2019 après bourse sont présentées ci-après :

Date de publication de la note	Analyste	Objectif de cours (€)	Recommandation	Dernier cours de clôture avant la publication de la note	Prime / (décote) induite par le prix d'Offre de 14,0 €
06/06/2019	Société Générale	13,5	Acheter	11,1	3,7 %
05/06/2019	Exane BNP Paribas	11,3	Neutre	10,8	23,9 %
21/05/2019	Kepler Cheuvreux	13,0	Acheter	10,7	7,7 %
26/04/2019	Bryan Garnier	17,0	Acheter	11,4	(17,6)%
25/04/2019	Gilbert Dupont	13,5	Acheter	11,3	3,7 %
25/04/2019	Portzamparc	13,2	Acheter	11,3	6,5 %
26/04/2019	Oddo BHF	11,5	Neutre	11,3	21,7 %
25/04/2019	CM-CIC	11,0	Acheter	11,3	27,3 %
25/04/2019	Invest Securities	9,3	Vendre	11,3	50,5 %
Moyenne (hors extrêmes)		**12,4**			**13,5 %**
Médiane (hors extrêmes)		**13,0**			**7,7 %**
Moyenne		**12,6**			**14,2 %**
Médiane		**13,0**			**7,7 %**

Sources : Notes d'analyste

Il ressort de cette analyse que les derniers objectifs de cours publiés par les analystes avant le 24 juin 2019 sont compris entre 9,3 € et 17,0 €. Un tel écart impose d'exclure les extrêmes.

Si l'on exclut les extrêmes (note INVEST SECURITIES et note BRYAN GARNIER), les objectifs de cours sont compris entre 11,0 € et 13,5 €. Sur la base de cette fourchette resserrée, le prix d'Offre de 14,0 € fait ressortir une prime de 27,3% si l'on se place sur la borne inférieure de la fourchette et une prime de 3,7% si l'on se place sur la borne supérieure.

[56] A titre d'information, l'application des multiples médians aux EBIT 2019e, 2020e et 2021e, ferait ressortir une valeur par action d'ALTRAN comprise entre 10,6 € et 11,2 €.

A titre d'information, les derniers objectifs de cours publiés par les analystes postérieurement à l'annonce de l'Offre se présentent comme suit :

Date de publication de la note	Analyste	Objectif de cours post-annonce (€)
24/09/2019	CM-CIC	11,0
12/09/2019	Kepler Cheuvreux	15,5
12/09/2019	Invest Securities	14,0
06/09/2019	Société Générale	14,0
06/09/2019	Bryan Garnier	17,0
06/09/2019	Portzamparc	15,1
06/09/2019	Oddo BHF	14,0
04/09/2019	Gilbert Dupont	14,0
25/06/2019	Berenberg*	14,0
25/06/2019	Exane BNP Paribas	14,0
Moyenne (hors extrêmes)		**14,3**
Médiane (hors extrêmes)		**14,0**
Moyenne		**14,3**
Médiane		**14,0**

Sources : Notes d'analystes
** Berenberg n'a pas publié d'objectif de cours postérieurement à l'annonce du chiffre d'affaires du 1er trimestre 2019 d'Altran et avant l'annonce de l'Offre, raison pour laquelle nous ne l'avons pas retenu dans notre analyse des objectifs de cours. A titre d'information, le dernier objectif de cours publié par Berenberg était de 14,0 € le 6 Novembre 2018.*

Il en ressort que :

- 1 analyste a maintenu son objectif de cours en dessous du prix d'Offre et considère que le prix offert est « *fair* » ;
- 6 analystes s'alignent sur le prix d'Offre ;
- 1 analyste considère que sa valorisation à mi-2020 à 15,5 € équivaut à peu de choses au prix d'Offre ;
- 2 considèrent que le prix d'Offre n'est pas généreux et que Capgemini pourrait le relever pour atteindre le seuil de succès fixé pour l'Offre.

5.4.1.6 Méthode des transactions comparables - Retenue à titre indicatif

5.4.1.6.1 Multiples observés sur les transactions comparables

Nous avons analysé les transactions intervenues depuis 2017 sur des sociétés appartenant au secteur dans lequel évolue ALTRAN, portant sur une part significative du capital, supérieure à 50%, et intégrant de ce fait une prime de contrôle. Comme indiqué ci-avant, et de manière analogue à l'approche fondée sur les comparables boursiers, nous avons retenu des multiples basés sur l'EBIT.

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

- L'acquisition de PÖYRY par AF réalisée en décembre 2018 ;
- L'acquisition de SYNTEL par ATOS en juillet 2018 ;
- L'acquisition en mai 2017 de l'activité Global Product Solutions (GPS) d'ASSYSTEM par une société contrôlée à 60% par ARDIAN.

Les multiples extériorisés par ces transactions se présentent comme suit :

Altran - Transactions comparables

Date	Cible	Pays	Acquéreur	% acquis	VE (m€)	xEBIT
10/12/2018	Poyry Plc	Finland	AF AB	100 %	586	16,7x
22/07/2018	Syntel, Inc.	United States	Atos SE	100 %	3 110	15,4x
11/05/2017	Assystem SA - GPS	France	Ardian	60 %	550	13,2x
Moyenne						**15,1x**
Médiane						**15,4x**

Source : Mergermarket, Epsilon Research et analyses Finexsi

5.4.1.6.2 EBIT de référence de la Société

Nous avons appliqué les multiples moyens à l'EBIT 2018 ainsi qu'à l'EBIT LTM[57] au 30 juin 2019 (hors EBIT lié aux contrats IBM).

5.4.1.6.3 Contrats IBM

Comme expliqué précédemment, la valorisation des contrats IBM induite par la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie (cf. §5.4.1.2) a été ajoutée à la valeur d'entreprise telle qu'elle ressort de l'application des multiples boursiers.

5.4.1.6.4 Fourchette de valorisation d'ALTRAN selon les multiples de transactions comparables

Multiples de transactions - Synthèse	xEBIT	
	Min	Max
Valeur par action (en €)	13,4	15,5
Prime/(décote) induite par le prix d'offre de 14,0 €	4,1 %	(9,5)%

En appliquant le multiple moyen observé sur les transactions comparables identifiées aux EBIT 2018 et LTM 2019, la valeur par action d'ALTRAN ressort entre 13,4 € et 15,5 €[58]. Sur ce critère, le prix d'Offre fait ressortir une prime de 4,1% si l'on se place sur la borne inférieure de la fourchette et une décote de 9,5% si l'on se place sur la borne supérieure de la fourchette.

[57] L'EBIT LTM 2019 correspond à l'EBIT calculé sur les 12 mois glissants précédant le 30 juin 2019.
[58] A titre d'information, l'application du multiple médian aux EBIT 2018 et LTM au 30 juin 2019, ferait ressortir une valeur par action d'ALTRAN comprise entre 13,9 € et 15,9 €.

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

Nous avons procédé à l'examen des accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue, tels que présentés dans le projet de note d'information en date du 22 septembre 2019, afin d'apprécier si ces accords comportaient des dispositions financières susceptibles de remettre en cause le caractère équitable du prix d'Offre.

Dans ce cadre, nous avons examiné (i) l'accord de rapprochement en date du 11 août 2019, (ii) les contrats de cession d'actions relatifs à l'acquisition des blocs ainsi que (iii) le mécanisme d'indemnisation.

Nous avons par ailleurs analysé le contrat de prestations de services conclu en 2015 entre monsieur Dominique CERUTTI et APAX PARTNERS.

6.1 Accord de rapprochement

L'accord de rapprochement conclu le 11 août 2019 entre ALTRAN et CAPGEMINI « *détaille les termes et conditions de la coopération entre l'Initiateur et la Société jusqu'à la réalisation de l'Offre […]* ».

Les principaux éléments de cet accord de rapprochement sont décrits dans le projet de note d'information en date du 22 septembre 2019 et repris partiellement au § 1.8 du présent rapport.

A l'exclusion du mécanisme d'indemnisation proposé aux bénéficiaires de droits à recevoir des actions gratuites, qui fait l'objet d'une analyse spécifique au § 6.3 ci-dessous, l'accord de rapprochement ne contient pas de disposition relative au prix des actions de la Société.

Il n'appelle pas de commentaire particulier de notre part.

6.2 Contrats de cession d'actions relatifs à l'acquisition des blocs

Nous avons obtenu communication des 3 contrats de cessions d'actions conclus le 24 juin 2019 entre, d'une part, CAPGEMINI et, d'autre part, ALTRAFIN PARTICIPATIONS, Monsieur Alexis KNIAZEFF et Monsieur Hubert MARTIGNY (ci-après désignés ensemble les « Cédants ») et de leurs avenants.

L'acquisition de ces blocs a été réalisée au prix de 14,0 € par action, coupon détaché. Le règlement-livraison de cette acquisition est intervenu le 2 juillet 2019.

Outre le prix d'acquisition de 14,0 € par action coupon détaché, les contrats de cession d'actions prévoient que chacun des Cédants bénéficie « *d'un droit de suite (i) en cas d'offre, de surenchère, d'offre concurrente ou de retrait obligatoire ou (ii) si l'Offre n'a pas une suite positive pour quelque raison que ce soit, en cas de cession d'actions Altran Technologies, dans chacun des cas (i) et (ii) ci-avant à un prix supérieur au prix auquel l'Acquisition des Blocs a été réalisée et dans les douze (12) mois suivant le dépôt de l'Offre (et au plus tard le 30 septembre 2020).* »

Nous avons analysé les conditions d'acquisition de ces blocs qui apparaissent strictement identiques à celles proposées aux actionnaires minoritaires dans le cadre de l'Offre, à savoir un prix de 14,0 € par action, coupon détaché.

Le droit de suite dont bénéficient les Cédants n'apparaît pas susceptible de remettre en cause le caractère équitable du prix d'Offre pour les autres actionnaires dans la mesure où l'ensemble des actionnaires ayant apporté leurs titres à l'Offre bénéficierait, en cas de succès de l'Offre, du relèvement du prix d'Offre dans tous les cas visés par les contrats de cession d'actions (offre de surenchère, offre concurrente ou retrait obligatoire). En cas d'échec de l'Offre, les Cédants bénéficieraient également d'un droit de suite en cas de cession des actions ALTRAN à un prix supérieur à celui de l'Acquisition des Blocs dans les 12 mois suivant le dépôt de l'Offre, étant précisé que cette disposition ne trouvera pas à s'appliquer en cas de succès de l'Offre.

Le projet de note d'information précise par ailleurs que « *si, postérieurement à la clôture de l'Offre, l'Initiateur venait à déclencher le versement d'un Complément de Prix aux Cédants en application des contrats d'achat d'actions conclus dans le cadre de l'Acquisition des Blocs, l'Initiateur s'engage à verser un complément de prix en faveur des actionnaires ayant apporté leurs actions Altran Technologies à l'Offre (sauf si l'Offre n'a pas connu de suite positive pour quelque raison que ce soit), afin que le prix par action finalement offert auxdits actionnaires soit égal au prix par action finalement offert aux Cédants.* »

6.3 Mécanisme d'indemnisation

Nous avons analysé le mécanisme d'indemnisation qui prévoit de proposer à chacun des bénéficiaires de droits à recevoir des actions gratuites la renonciation à leurs droits de recevoir lesdites actions gratuites en contrepartie du versement par la société d'une indemnisation en numéraire selon les modalités présentées dans le projet de note d'information.

« *Pour chaque bénéficiaire ayant accepté le Mécanisme d'Indemnisation, la Société payera, au plus tard le quarante cinquième (45e) jour ouvré à compter de l'expiration de la période d'acquisition applicable prévue par le Plan 2017, le Plan 2018 ou le Plan 2019, un montant brut*[59] *en numéraire, correspondant pour chaque droit à recevoir des Actions Gratuites concerné, au prix de l'Offre indexé sur l'évolution du cours de l'action Capgemini entre la date de règlement-livraison de l'Offre et la fin de la période d'acquisition correspondante, étant précisé que cette évolution ne pourra être ni supérieure de + 20% ni inférieure de (-20 %).* »

Les bénéficiaires de droits à recevoir des actions gratuites n'auront la faculté de bénéficier du mécanisme d'indemnisation qu'à l'expiration de la période d'acquisition. Ils n'ont donc pas d'accès immédiat à la liquidité. En contrepartie et en application du mécanisme d'indemnisation, ils pourraient bénéficier d'une amélioration ou d'une diminution du prix de cession en fonction de l'évolution du cours de bourse de l'action CAPGEMINI.

[59] *Les charges salariales, ainsi que l'impôt dû par les bénéficiaires concernés en lien avec le Mécanisme d'Indemnisation seront à la charge desdits bénéficiaires.*

En la matière, nous observons que :

- L'amélioration ou la diminution du prix de cession est directement liée à l'évolution du cours de bourse de CAPGEMINI ;
- L'amélioration ou la diminution possible du prix est limitée à + ou - 20% ;
- L'ajustement du prix s'entendant à la hausse comme à la baisse, les bénéficiaires de droits à recevoir des actions gratuites supportent un risque de marché et sont donc susceptibles de recevoir un montant inférieur au prix de l'Offre.

Dans ces conditions, ces dispositions ne sont, selon nous, pas de nature à remettre en cause le caractère équitable de l'Offre d'un point de vue financier.

6.4 Accord entre Monsieur Dominique CERUTTI et APAX PARTNERS

Monsieur Dominique CERUTTI et APAX PARTNERS nous ont communiqué une convention de prestations de services conclue avant la prise de fonction de Monsieur CERUTTI en 2015, laquelle prévoit un mécanisme de rétrocession à la charge d'APAX PARTNERS, d'une partie de la plus-value qui serait dégagée par APAX PARTNERS lors de sa sortie du capital d'ALTRAN tel que décrit dans le projet de note en réponse. Nous avons procédé à une revue de ce contrat de prestation.

S'agissant d'un accord entre le Président Directeur Général de la cible et un actionnaire (et non l'initiateur), il n'y a pas lieu d'apprécier ce contrat comme étant un accord connexe qui aurait été conclu dans le cadre de l'Offre. Néanmoins, nous relevons pour la parfaite information des actionnaires que le mécanisme de rémunération de Monsieur Dominique CERUTTI est fonction de la valorisation de l'investissement d'APAX PARTNERS au moment de sa sortie du capital, laquelle dépend du prix d'Offre de la présente opération. Dans ces conditions, les intérêts de Monsieur Dominique CERUTTI apparaissent alignés avec ceux des actionnaires auxquels s'adresse cette Offre dans la mesure où ledit mécanisme de rémunération conduit Monsieur CERUTTI à rechercher le meilleur prix de cession pour les actions de la société ALTRAN.

7 Analyse des éléments d'appréciation du prix établi par les établissements présentateurs

BNP PARIBAS CORPORATE & INSTITUTIONAL BANK, CREDIT AGRICOLE CORPORATE AND INVESTMENT BANK, HSBC FRANCE et LAZARD FRERES BANQUE (ci-après « les établissements présentateurs »), agissant en tant qu'établissements présentateurs de l'Offre, ont préparé les éléments d'appréciation du prix de l'Offre figurant à la section 3 du projet de note d'information en date du 22 septembre 2019.

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

7.1 Choix des critères d'évaluation

Nous sommes d'accord avec les établissements présentateurs pour présenter à titre principal l'analyse des cours de bourse historiques de la Société, l'actualisation des flux de trésorerie, la transaction récente sur le capital de la Société, la référence aux objectifs de cours de bourse des analystes ainsi que les multiples des sociétés cotées comparables.

S'agissant du critère des transactions comparables, nous présentons cette méthode à titre indicatif, quand les établissements présentateurs expliquent les limites inhérentes à l'utilisation de cette méthode.

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

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

7.2 Mise en œuvre des différents critères

7.2.1 Données financières

Considérant que la date de clôture de la transaction est attendue en fin d'année 2019, les établissements présentateurs ont réalisé une valorisation dont le point de départ est une projection au 31 décembre 2019, quand nous avons choisi de placer notre évaluation à la date des derniers comptes publiés par la Société soit, les comptes consolidés au 30 juin 2019.

S'agissant du nombre d'actions, les établissements présentateurs retiennent comme nous un nombre d'actions dilué estimé à 256.964.544 actions.

Les établissements présentateurs retiennent une dette financière nette ajustée de 1.712 M€ au 31 décembre 2019, quand nous retenons un montant de dette nette ajustée de 1.717 M€ au 30 juin 2019.

Les établissements présentateurs retiennent également un montant de 56 M€ correspondants aux paiements liés aux logiciels IBM utilisé pour la valorisation par les multiples. Pour notre part, nous avons retenu les montants à décaisser dans le cadre des contrats IBM dans les flux du DCF spécifique à ces contrats (cf. §5.4.1.2).

7.2.2 Analyse du cours de bourse

Les établissements présentateurs retiennent des cours de bourse moyens pondérés ajustés du dividende de 0,24 € par action, versé le 1er juillet 2019, comme nous l'avons fait.

L'analyse du cours de bourse menée par les établissements présentateurs n'appelle pas de commentaire particulier de notre part.

7.2.3 Actualisation des flux de trésoreries futurs

Concernant les prévisions considérées

Les établissements présentateurs n'ayant pas eu communication du plan d'affaires du management, il se sont référés au consensus des analystes pour la période 2019-2021 et ont ensuite procédé à une extrapolation jusqu'en 2026.

Pour notre part, nous avons mis en œuvre deux scénarii et avons retenu, dans le Scénario 1, le plan d'affaires transmis par le management sur la période 2019-2022, puis avons procédé à son extrapolation jusqu'en 2026. Dans le Scénario 2, nous avons retenu les niveaux de marge anticipés par le consensus des analystes jusqu'en 2021, puis avons procédé à une extrapolation jusqu'en 2026.

S'agissant des hypothèses de marge normative, les établissements présentateurs ont retenu dans leur valeur terminale un taux de marge normatif de 13,5% intégrant les contrats IBM. Pour notre part, nous avons retenu, dans chacun de nos deux scenarii, un taux de marge normatif de 13,4% hors contrats IBM valorisés séparément.

Concernant les hypothèses financières

Nous retenons la même hypothèse de taux de croissance à l'infini du flux normatif que les établissements présentateurs, soit 2,0%.

Concernant le taux d'actualisation, nous retenons un taux de 8,74% quand les établissements présentateurs retiennent un taux de 9,5%.

Concernant la valeur par action

La valeur retenue par les établissements présentateurs se situe dans une fourchette de 9,6 € à 12,7 € avec une valeur centrale de 11,0 €. Pour notre part, nous calculons une fourchette de 12,0 € à 13,7 €, avec une valeur centrale de 12,9 € par action pour le Scénario 1 et une valeur centrale de 12,7 € par action pour le Scénario 2.

7.2.4 Transaction récente intervenue sur le capital de la Société

Les établissements présentateurs retiennent la référence à l'acquisition hors marché, le 2 juillet 2019, du bloc d'actions représentant 11,43% du capital de la Société au prix de 14,0 €, auprès d'actionnaires organisés autour d'APAX PARTNERS.

Nous retenons également cette référence dans notre analyse.

7.2.5 Comparables boursiers

Nous avons retenu le même échantillon de comparables boursiers que les établissements présentateurs, à l'exception de AF POYRY qui n'a pas été retenue par ces derniers, en raison notamment des différences sur les marchés finaux et du modèle d'affaires.

Tout comme nous, les établissements présentateurs fondent leur analyse sur les multiples d'EBIT. Ils retiennent également les multiples de PER que nous avons pour notre part exclus.

Les établissements présentateurs appliquent leurs multiples aux prévisions d'EBIT 2019e et 2020e du Groupe alors que nous retenons également les prévisions de 2021e.

7.2.6 Objectifs de cours des analystes

Les établissements présentateurs retiennent les mêmes objectifs de cours des analystes que ceux que nous avons retenus, publiés avant l'annonce de l'Offre. Tout comme nous, ils ont écarté de leur analyse les objectifs de cours publiés par BRYAN GARNIER et INVEST SECURITIES qui constituent des valeurs extrêmes.

7.2.7 Transactions comparables

Dans leur échantillon de transactions comparables, les établissements présentateurs ont sélectionné l'acquisition d'ASSYSTEM SA par ARDIAN que nous retenons également.

Les établissements présentateurs ont également retenu la prise de participation du consortium BAIN, GIC et ADVENT dans QUEST GLOBAL que nous avons exclue dans la mesure où il s'agit d'une transaction minoritaire.

Les établissements présentateurs ont exclu de leur échantillon de transactions comparables l'acquisition de POYRY par AF et l'acquisition de SYNTEL par ATOS considérant que leur secteur d'activité n'est pas comparable à celui D'ALTRAN alors que nous les avons pour notre part retenues.

Les principales divergences entre nos travaux tiennent à la composition de l'échantillon de transactions retenues et aux multiples qui en résultent.

8 Remarques reçues d'actionnaires minoritaires

Nous avons reçu plusieurs remarques directement ou indirectement que nous avons analysées et dont nous avons tenu compte dans nos travaux d'analyse. Nous les récapitulons ci-après :

8.1 Remarques reçues de SORGEM pour le compte de l'ADAM

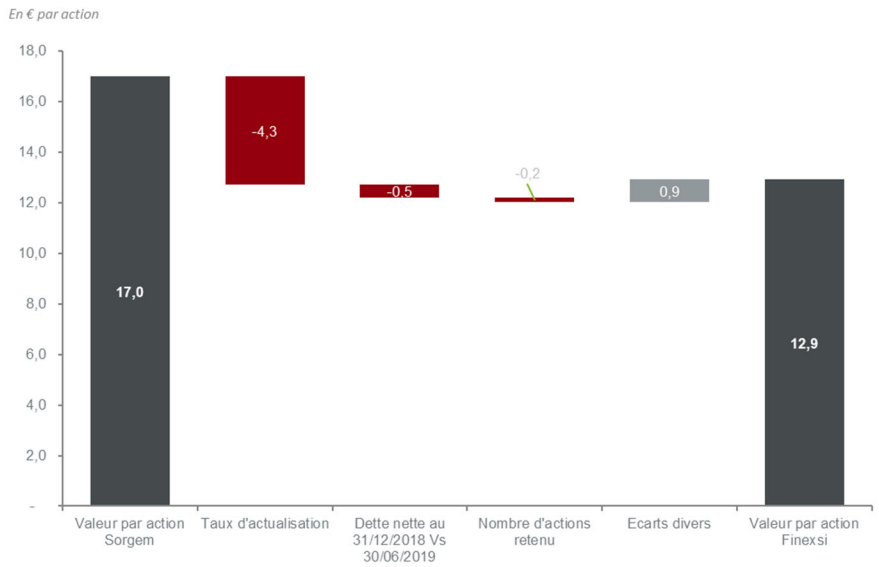
Nous avons été contactés par le cabinet SORGEM EVALUATION (ci-après « SORGEM ») intervenant pour le compte de l'ADAM. NOUS avons tenu une réunion de travail le 30 août 2019 à notre cabinet avec ses représentants, lesquels nous ont remis un courrier portant sur certains points d'attention. Puis, nous avons reçu le 5 septembre 2019 un rapport intitulé « *Avis sur le prix proposé par CAPGEMINI dans le cadre d'un projet d'offre publique d'achat visant les actions de la société ALTRAN* » établi par ce même cabinet, dont les conclusions ont été rendues publiques par l'ADAM, puis enfin un rapport complémentaire en date du 6 octobre 2019 intitulé « *Analyse des éléments d'appréciation du prix d'offre contenus dans le projet de note en réponse à l'offre de CAPGEMINI* », accompagné d'une consultation à l'attention de l'ADAM du 3 octobre 2019 sous la signature de Messieurs NAHUM et PAPER, dont une partie des conclusions ont également été rendues publiques par l'ADAM[60].

SORGEM conclut à « *un prix de 15,3 € à 19 € avec une valeur centrale de 17 € hors synergies ou prime de contrôle* », ou « 15,3 € » « *en prenant en compte d'éventuels risques d'exécution du plan stratégique* ».

Nous avons examiné et analysé les éléments contenus dans les trois documents remis par SORGEM, et celui établi par Messieurs NAHUM et PAPER, et faisons part ci-après de nos appréciations qui ont pour certaines déjà été développées dans différentes parties de ce rapport.

<u>Sur l'approche par le DCF</u>

Pour la parfaite information des actionnaires, nous résumons ci-après l'écart entre notre valorisation par la méthode du DCF avec celle présentée par SORGEM.



[60] Article de l'AGEFI du 9 octobre 2019 – « L'Adam nourrit le débat avec l'AMF dans le dossier Capgemini-Altran ».

Taux d'actualisation

Sur le principe, nous avons comme SORGEM retenu les objectifs du plan « *The High Road 2022* », qui constitue une ambition volontariste, de nature à donner à l'actionnaire la pleine valeur.

De même, nous sommes en accord avec SORGEM sur les hypothèses retenues pour établir la valeur terminale, notamment en ce qui concerne le taux de marge à long terme de 13,5%.

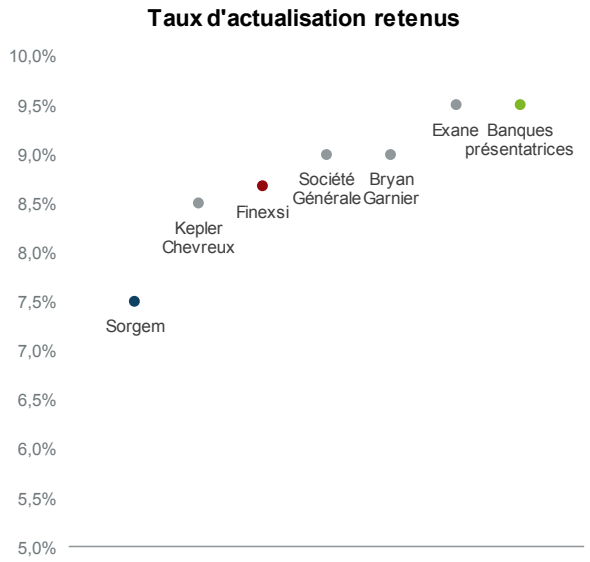
Nous avons explicité dans le rapport l'approche qui nous a conduit à retenir *in fine* un taux d'actualisation de 8,74% en valeur centrale.

SORGEM retient quant à lui un taux de 7,5%.

L'écart de 1,24 point représente 4,3 € par action ALTRAN.

Plus le taux retenu est bas, plus la valeur actuelle des flux futurs sera élevée.

Nous constatons que nous retenons un taux détaillé par des paramètres usuels qui aboutit à un montant qui est compris dans le consensus des analystes qui publient un taux d'actualisation[61] et du marché, inférieur à leur moyenne, ce qui est déjà favorable à l'actionnaire, tandis que SORGEM s'en éloigne sans explication. Le taux retenu par SORGEM, soit 7,5%, apparait dès lors hors du spectre de l'appréciation générale du secteur et des analystes, comme on peut le voir ci-dessous.



[61] Tous les analystes publiant un objectif de cours ne publient pas nécessairement le taux d'actualisation retenu pour leurs travaux de valorisation. Le graphique ci-dessus présente l'ensemble des taux d'actualisation publiés avant l'annonce de l'Offre par les analystes suivant le titre ALTRAN. A titre d'information ODDO BHF a publié le 25 juin 2019, soit le lendemain de l'annonce de l'Offre, un taux d'actualisation de 10%, supérieur à ceux présentés dans le graphique ci-dessus.

Le taux d'actualisation utilisé dans le cadre de la méthode DCF doit être déterminé en fonction de l'appréciation du niveau de risque d'exécution du plan d'affaires. Nous avons fait état de notre appréciation de l'ambition qui caractérisait le plan « *The High Road 2022* ». Pour notre part, nous n'avons pas augmenté le taux d'actualisation d'une prime de risque spécifique à raison de ses risques d'exécution, mais retenu dans nos deux scénarii un taux que l'on peut considérer comme faible, ainsi qu'on le constate ci-dessus, afin de ne pas pénaliser l'actionnaire. Aussi, on ne voit aucune raison valable sur un plan méthodologique qui justifierait de retenir un taux d'actualisation encore plus faible de 7,5% lequel serait inférieur de 100 à 200 points de base par rapport à ceux retenus par les analystes qui suivent la valeur. Ainsi qu'on peut le constater, une variation du taux d'actualisation de 100 points de base a une incidence d'environ 3,3 € par action ALTRAN.

Dans le cadre de ses travaux, SORGEM n'a pas eu accès au management d'ALTRAN et n'a donc pas eu la possibilité d'effectuer une revue critique du plan d'affaires, ce qui lui aurait sans doute permis d'avoir une appréciation plus fine du niveau de risque du plan « *The High Road 2022* ». Pour autant, SORGEM n'a pas non plus pris en compte l'appréciation des analystes, qui suivent de manière régulière la société ALTRAN et en ont donc une connaissance approfondie, sur les risques du plan « *The High Road 2022* », même dans son scénario dit dégradé.

Le taux de 7,5% est, dans ce contexte, particulièrement faible et hors spectre des analystes et du marché.

La référence suggérée par SORGEM en relevant la cohérence de son taux d'actualisation avec celui retenu par la Société dans le cadre de ses tests de dépréciation (ou *impairment tests*) 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.

Ce que SORGEM avait considéré dans son premier rapport comme un point corroboratif de son propre taux d'actualisation puisqu'il indiquait, « *nous notons que le taux d'actualisation retenu s'inscrit dans le haut de la fourchette de taux d'actualisation retenus par Altran dans ses tests de dépréciation 2018* », a fait l'objet d'un rapport complémentaire de SORGEM[62]. Le taux des *impairment tests* est devenu un point central de la démonstration du taux d'actualisation à retenir selon SORGEM. Considérant notre propos ci-dessus « sommaire », ils entendent démontrer un principe d'identité du taux interne retenu par la Société dans le cadre des *impairment tests* avec celui à retenir dans le cadre d'une évaluation.

[62] Le rapport complémentaire de SORGEM s'appuie sur la consultation de Messieurs NAHUM et PAPER dans lequel l'ADAM leur a demandé de répondre aux deux questions suivantes :

- « *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 ».*
- *« 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 ?* »

Messieurs NAHUM et PAPER ont répondu par l'affirmative à ces deux questions.

Nous relevons pour notre part que ce « principe » d'identité n'existe pas. Cette inexistence est établie par deux constats :

Le premier est que ce que nous écrivions sur les spécificités de la pratique de l'évaluation dans le cadre de la mise en œuvre d'*impairment tests* est confirmé par les publications de l'APEI (l'Association Professionnelle des Experts Indépendants[63]) auxquelles nous renvoyons.

En effet, il est utile de rappeler que la norme IAS 36 requiert que :

- Les flux de trésorerie futurs doivent être établis « *sur la base d'hypothèses raisonnables et justifiables représentant la meilleure estimation de la direction de l'ensemble des conditions économiques qui existeront pendant la durée d'utilité de l'actif restant à courir*[64] » ;

- Les flux de trésorerie futurs utilisés pour estimer la valeur d'utilité « *doivent être estimés pour l'actif dans son état actuel*[65] » ;

- Les flux de trésorerie futurs utilisés pour estimer la valeur d'utilité ne doivent pas tenir compte (i) « *ni des sorties de trésorerie futures, ni des économies de coûts y afférentes (par exemple les réductions de coûts de personnel) ni les avantages qui devraient être générés par une restructuration future au sujet de laquelle l'entité ne s'est pas encore engagée des incidences de mesures de restructuration qui ne seraient pas déjà engagées et des améliorations ou accroissement de performance des actifs testés*[66] » ou (ii) « *ni des sorties de trésorerie futures qui amélioreront ou accroîtront la performance de l'actif, ni des entrées de trésorerie y afférentes que l'on s'attend à voir générées par ces sorties*[67] » ;

- Le taux d'actualisation utilisé pour estimer la valeur d'utilité « *est indépendant de la structure financière de l'entité et de la façon dont celle-ci a financé l'achat de l'actif car les flux de trésorerie futurs attendus d'un actif ne dépendent pas de la façon dont l'entité a financé l'achat de cet actif*[68] ».

Ces aspects de la norme sont omis dans la consultation réalisée à la demande de l'ADAM[62] alors qu'ils sont déterminants pour répondre à la question de savoir si le taux d'actualisation utilisé par une société pour ses *tests d'impairment* est une référence pertinente pour déterminer le coût moyen pondéré du capital à utiliser dans le cadre de l'évaluation d'une société.

De plus, il s'est développé une pratique comptable distincte de l'approche financière depuis 2008[69] sur l'approche des taux d'actualisation et de la détermination des primes de risque.

---

[63] FINEXSI et SORGEM sont membres de l'APEI.
[64] Paragraphe 33 a) de la norme IAS 36.
[65] Paragraphe 44 de la norme IAS 36.
[66] Paragraphe 44 a) de la norme IAS 36.
[67] Paragraphe 44 b) de la norme IAS 36
[68] Paragraphe A19 Annexe A de la norme IAS 36.
[69] L'AMF avait recommandé en 2008 pour la première fois à l'occasion de l'arrêté des comptes 2008, puis elle a réitéré depuis cette date, de retenir des primes historiques, ce qui a déconnecté la pratique comptable des seules données de marché dans le cadre de l'élaboration des comptes consolidés, lesquels doivent en outre fournir des analyses de sensibilité aux taux d'actualisation et aux taux de croissance des prévisions.

L'APEI a ainsi rappelé les constats que nous énonçons dans plusieurs de ses publications :

Les principaux critères écartés dans le cadre des Offres Publiques - 3 mai 2010[70] :

« *S'agissant du taux à retenir pour actualiser ces flux, il doit en application de la norme IAS 36 refléter l'appréciation courante du marché de la valeur temps de l'argent, les risques spécifiques à l'actif pour lequel les estimations de flux de trésorerie futurs n'ont pas été ajustés et s'entendre avant impôt (les flux considérés n'étant pas eux même affectés de l'impôt). Il est ici fait référence de façon partielle à des données de marché, étant observé que leur transposition nécessite dans tous les cas des corrections pour répondre aux exigences de la norme, tel que l'illustre le retraitement de l'impôt sur les sociétés. De plus, il est admis de s'écarter dans certains contextes des données de marché les plus récentes. La recommandation de l'AMF du 29 octobre 2008 sur l'arrêté des comptes 2008 observe qu'« en période de forte volatilité des primes de risque exigées par le marché, la mise en œuvre de cette démarche est délicate. Il nous semble qu'à l'instar de la recommandation du CNC, de la Commission bancaire, de l'ACAM et de l'AMF citée plus haut, une approche raisonnable et cohérente avec les données historiques dont dispose l'entité peut être mise en œuvre pour corriger certains effets de la perturbation des marchés sur la prime de risque ». Une telle approche conduit inévitablement à s'écarter des données de marché et de l'exigence de rentabilité des investisseurs à la date d'arrêté des comptes.* »(soulignement par nos soins)

L'APEI indique encore dans son rapport sur le Business Plan d'octobre 2016 :

Le business plan – Octobre 2016[71] : « *1.2.6 Articulation du BP avec les prévisions retenues pour les tests d'impairment :*

Attention, les prévisions utilisées pour les tests d'impairment selon les normes IFRS peuvent différer du BP à retenir pour l'évaluation de la société. En effet, IAS 36 prévoit que : les effets des éventuels restructurations et investissements futurs non encore engagés ne devraient pas être pris en compte dans le Business Plan, les flux de trésorerie prévisionnels sont déterminés avant l'impôt sur le résultat. De plus, le périmètre n'est pas toujours identique. [les tests d'impairment ne valorisent pas le socle historique du groupe, dans la mesure où il portent sur les survaleurs dégagées lors des acquisitions ; dès lors l'ensemble des plans d'affaires utilisés dans les tests d'impairment ne recoupent pas systématiquement les Business Plan d'ensemble]. »(soulignements par nos soins)

Pour toutes ces raisons, les taux d'actualisation ainsi définis dans le cadre des tests de dépréciation sur les actifs sous-jacents (qui oscillent d'ailleurs entre 5,4% et 11,2% dans le cas d'ALTRAN et ne sont pas sur un taux unique de 7,5%) ne peuvent donc être comparés à un taux d'actualisation global défini pour appréhender la valeur fondamentale d'une société prise dans sa globalité et selon sa structure financière particulière, comme c'est le cas pour le groupe ALTRAN, qui a un endettement important depuis l'acquisition d'ARICENT.

L'équivalence de principe suggérée par la consultation entre le taux d'actualisation utilisé pour les *tests d'impairment* et le taux d'actualisation applicable pour la mise en œuvre d'une méthode DCF dans le cadre de l'évaluation d'une société est donc inopérante.

[70] http://www.apei-experts.org/offres/doc_inline_src/809/Groupe_de_travail_APEI_sur_les_criteres_ecartes.pdf
[71] http://www.apei-experts.org/offres/doc_inline_src/809/APEI_Business_plan_Vd.pdf

Le deuxième constat est que ce « principe » ne se vérifie pas dans la pratique de marché.

L'examen des expertises indépendantes réalisées dans le cadre d'Offre Publique au cours des 18 derniers mois ainsi que les dernières expertises diligentées par SORGEM et les rédacteurs de la consultation ne montre pas une équivalence systématique entre le taux d'actualisation des *tests d'impairment* de la société et le taux d'actualisation retenu par l'expert indépendant pour la mise en œuvre de la méthode DCF, comme récapitulé dans le tableau ci-dessous :

Date	Type d'opération	Initiateur	Société cible	Expert indépendant	Banques présentatrices	Comparaison des taux d'actualisation utilisés		
						Expert	Banques	Impairment
09/07/2019	OPA	ANDROMEDA INVESTISSEMENTS	APRIL	Associés en Finance	Natixis, Deutsche Bank, Lazard Frères Banque	Hors acquisitions 11,04%	11,3 %	8,7% à 13,2%
09/07/2019	OPA	ANDROMEDA INVESTISSEMENTS	APRIL	Associés en Finance	Natixis, Deutsche Bank, Lazard Frères Banque	Avec acquisitions 11,36%	11,3 %	8,7% à 13,2%
14/05/2019	OPR suivi RO	TECHNOLOGIES SAS	QUOTIUM TECHNOLOGIES	HAF Audit & Conseil	Portzamparc Société de Bourse	10,3 %	11,0 %	13,67% en 2015
03/04/2019	OPR suivi RO	DIVERSITA & VORWERK & CO	GUY DEGRENNE	BM&A Advisory & Support	Kepler Cheuvreux	11,6 %	11,3 %	8,8 %
05/03/2019	OPA	HORIZON	PARROT	Finexsi	Rothschild Martin Maurel	11,3 %	8,6 %	11,0 %
05/02/2019	OPA	BOUYGUES TELECOM	KEYYO	DK Expertises et Conseil	Rothschild Martin Maurel	9,4 %	9,4 %	10,0 %
23/01/2019	OPA	TIKEHAU CAPITAL	SELECTIRENTE	Ledouble	Rothschild Martin Maurel	4,4 %	NA	NA
20/12/2018	OPA	FINANCIERE WATT SAS	SERMA GROUP	Paper Audit & Conseil	Caisse Régionale de Crédit Agricole Mutuel Nord Midi-Pyrénées	9,8 %	11,1 %	12,3% - 27,7%
24/07/2018	OPA	TOTAL	DIRECT ENERGIE	Ledouble	Lazard Frères Banque, Société Générale	Production et commerce 6,7%	6,8 %	NA
24/07/2018	OPA	TOTAL	DIRECT ENERGIE	Ledouble	Lazard Frères Banque, Société Générale	Quadran 8,1%	6,8 %	6,3% à 7,6% (PPA)
10/07/2018	OPA	AMBOISE	ALTAMIR	Ledouble	Crédit Agricole Corporate and Investment Bank	10,4 %	NA (1)	NA (1)
10/07/2018	OPR suivi RO	AXENS	HEURTEY PETROCHEM	Sorgem Evaluation	Invest Securities	9,0 %	8,5 %	10,90% - 11,00%
26/06/2018	OPA	GIVAUDAN	NATUREX	Eight Advisory	BNP Paribas	6,5 %	7,0 %	8,7 %
22/02/2018	OPA	BOE SMART RETAIL	SES IMAGOTAG	Sorgem Evaluation	Société Générale	10,0 %	10,2 %	11,0 %
21/12/2017	OPA à titre principal / OPE	SAFRAN	ZODIAC	Finexsi	Crédit Agricole Corporate and Investment Bank	Safran 8,2%	8,1 %	7,5 %
21/12/2017	OPA à titre principal / OPE	SAFRAN	ZODIAC	Finexsi	Crédit Agricole Corporate and Investment Bank	Zodiac 8,5%	8,0 %	8,0 %
20/06/2017	OPR suivi RO	ULRIC CREATIONS	ULRIC DE VARENS	Paper Audit & Conseil	Portzamparc Société de Bourse	9,2 %	10,5 %	7,9 %
26/04/2017	OP de rachat par la société de ses propres actions		GAUMONT	Sorgem Evaluation	BNP Paribas	9,0% - 10,0% (2)	9,5% (3)	7,5% (3)
31/01/2017	OPA	PIXEL HOLDINGS	TESSI	Sorgem Evaluation	Crédit Industriel et Commercial, Kepler Cheuvreux	8,3% - 9,8%	9,2 %	8,7 %
17/01/2017	OPA	NINA	EUROMEDIS GROUPE	Paper Audit & Conseil	Portzamparc Société de Bourse	10,3 %	9,8 %	10,0 %
12/04/2016	OPA	FOLIATEAM GROUP	ACROPOLIS TELECOM	Paper Audit & Conseil	SwissLife Banque Privée	9,1 %	9,4 %	n.c.
23/09/2009	OPR	SFR	JET MULTIMEDIA	William Nahum Associés & Partenaires	HSBC puis Natixis	9,2 %	10,6 %	8,3 %

Sources : Documents de référence des sociétés cible, rapports d'expertises indépendantes

(1) Les banques présentatrices n'ont pas mis en œuvre de DCF pour l'évaluation des actions de la société Altamir. De même, aucun impairment test n'est réalisé dans les comptes de cette société.

(2) Taux d'actualisation utilisés pour l'évaluation des activités de Fiction / Animation FR et US (9,0%) ainsi que celle de l'activité cinéma (10,0%).

(3) Taux d'actualisation utilisé pour l'évaluation des activités de Fiction / Animation FR, US ainsi que celle de l'activité cinéma.

(4) Taux d'actualisation utilisé dans le cadre de l'impairment test de l'UGT Gaumont Animation.

Ce débat artificiel ne doit pas éluder le fait que le cabinet SORGEM a retenu dans son calcul du taux d'actualisation une prime de risque de marché de 5,5% qui apparaît particulièrement faible.

Un tel niveau de prime de risque de marché apparaît en dehors du spectre des primes généralement utilisées par les évaluateurs financiers[72]. Elle reposerait sur des études académiques[73] datant de 2011 dont la période d'analyse est de plus de 100 ans. L'utilisation d'une prime de risque de marché sur des périodes très longues peut éventuellement se justifier dans le cas du calcul d'un taux d'actualisation pour la mise en œuvre de tests de dépréciation afin d'éviter une volatilité dans les comptes des sociétés, par référence à la pratique comptable qui s'est développée comme ci-dessus évoquée.

Une telle prime de risque de marché ne nous paraît pas pertinente dans le cas de l'analyse de la valeur fondamentale d'une société et de l'équité d'un prix d'Offre publique, lequel repose sur des données de marché observables dans le contexte de l'opération, et non sur des considérations comptables.

Dans son rapport complémentaire, SORGEM n'apporte aucun élément d'appréciation nouveau qui puisse étayer le taux d'actualisation de 7,5% qu'il retient alors même qu'il n'a pas eu accès au management d'ALTRAN afin de pouvoir faire son appréciation des flux du plan « *The High Road 2022* ». Il s'appuie sur la consultation demandée par l'ADAM évoquée ci-dessus, à notre avis non pertinente pour les raisons que nous avons indiquées. SORGEM justifie également le taux qu'il retient par référence aux taux d'actualisation utilisés par certains analystes avant la révélation de la fraude ARICENT, alors même que ces analystes, qui suivent au plus près la Société et sont pleinement informés de l'état de la fraude et des performances actuelles d'ARICENT, ont revu à la hausse ces taux d'actualisation après ces révélations de fraude afin de tenir compte du changement du profil de risque de la société. Cette référence opérée par SORGEM, qui nie la réalité factuelle des aléas rencontrés par ALTRAN, constitue pour nous un biais méthodologique pour l'appréciation du prix d'Offre.

Ce biais est selon nous accentué du fait de l'application d'un taux d'actualisation très faible aux flux du plan « *The High Road 2022* », dont on a rappelé à plusieurs reprises son caractère volontariste ainsi que cela est admis par la majorité des analystes, qui conduit SORGEM à une appréciation erronée du prix d'Offre, notamment en ce que ce dernier ne tiendrait pas compte d'une prime de contrôle et, partant, d'aucune synergie.

Nos analyses sur ces différents points soulevés par SORGEM ne nous conduisent pas à modifier nos hypothèses de taux d'actualisation et notre appréciation du prix d'Offre sur le critère du DCF. Nous considérons qu'un taux d'actualisation de 7,5% est, sur un plan méthodologique, inapproprié à la mise œuvre d'une méthode DCF à partir des flux du plan « *The High Road 2022* », lequel a fait l'objet d'un examen approfondi par nos soins, ce qui n'est pas le cas de SORGEM.

[72] Selon les banques présentatrices, la prime de risque Bloomberg sur 2 ans ressort à 8,94%, celle de Damodaran à 6,60%. La prime de risque publiée par Associés en Finance, que nous utilisons, est de 7,1% en moyenne sur 1 an.

[73] Dimson, Elroy and Marsh, Paul and Staunton, Mike, Equity Premia Around the World (October 7, 2011). Available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=1940165 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1940165.

Montant de la dette financière

Le cabinet SORGEM n'a pas intégré dans son calcul de la dette financière nette le montant des provisions pour risques et charges à long-terme (61,1 M€ au 31 décembre 2018) et les frais d'émission d'emprunt qui sont présentés en déduction de la dette financière (53,6 M€ dans le bilan consolidé certifié par les Commissaires aux comptes au 31 décembre 2018), l'ensemble de ces éléments constituant des ajustements nécessaires de la dette financière nette pour le passage de la valeur d'entreprise à la valeur de fonds propres, leur omission dans les travaux de valorisation de SORGEM conduisant à augmenter de manière erronée la valeur par action calculée, selon notre estimation, de l'ordre de 0,5 € par action.

Nombre d'actions retenu

Enfin, le cabinet SORGEM évoque mais n'a pas tenu compte des instruments dilutifs dans son calcul du nombre d'actions (environ 2,4 millions d'actions gratuites en cours d'acquisition) ce qui conduit également à augmenter la valeur par action calculée selon SORGEM et n'est pas conforme à la pratique dans ce type d'opération.

En définitive, dans le contexte de cette opération qui est une Offre facultative, l'appréciation de l'actionnaire qui n'apporterait pas ses titres à l'Offre telle qu'évoquée par SORGEM, doit selon nous intégrer le niveau d'aléa de réalisation du plan d'affaires « *The High Road 2022* ».

Nous considérons par notre approche avoir évalué la pleine valeur que l'actionnaire peut attendre du plan « *The High Road 2022* », avec un taux d'actualisation qui n'intègre qu'un niveau de risque normal, en dépit des aléas déjà rencontrés dans son déroulement, ce qui est favorable à l'actionnaire.

Sur l'approche par les comparables boursiers

SORGEM considère ALTEN comme le « comparable jugé le plus pertinent ». Nous considérons pour notre part qu'appréhender la valeur de l'action ALTRAN par la seule comparaison au multiple de valorisation d'ALTEN (qui est l'une des hypothèses proposées par SORGEM) est critiquable sur un plan méthodologique puisqu'un seul comparable ne peut constituer un échantillon, mais surtout cela revient à ignorer purement et simplement les différences de caractéristiques et de performance entre les deux sociétés notamment du fait de leurs différences de stratégie (cf. notre analyse sur ce point au paragraphe 5.4.1.4).

En effet, il faut rappeler que le portefeuille d'activité d'ALTRAN est plus diversifié que celui d'AKKA ou d'ALTEN qui sont basés sur le modèle traditionnel de l'ER&D. ALTRAN a notamment investi dans des équipes très spécialisées de services à forte valeur ajoutée dédiés à l'innovation, le digital et le design (CAMBRIDGE CONSULTANTS, FROG, etc.), ce qui rend son modèle plus singulier. On rappelle également la forte présence d'ingénieurs en Inde chez ALTRAN, à travers le développement de l'activité *Offshore* (issu de l'acquisition d'ARICENT), qui n'a pas d'équivalent chez ALTEN ou AKKA, ce qui rend le profil de risque de la société ALTRAN différent de celui de ses concurrents européens.

On peut également rappeler qu'AKKA a une activité dédiée à près de 80% aux secteurs de l'Automobile, l'Aerospace et du Ferroviaire, contre 40% environ chez ALTRAN. De même, l'activité d'AKKA est très concentrée en France et en Allemagne (environ 72% pour AKKA contre environ 40% pour ALTRAN).

Enfin, s'il est vrai qu'ALTEN et AKKA sont des comparables retenus de manière récurrente par les analystes, nous n'avons identifié aucun d'entre eux qui se limiterait à ce seul échantillon.

Pour toutes ces raisons, nous considérons que limiter un échantillon à ALTEN et AKKA comme le fait SORGEM selon les cas, ne correspond pas à l'idée que l'on peut se faire d'un échantillon représentatif de la diversité du portefeuille d'activité du groupe ALTRAN et de son profil de risque.

Concernant les multiples extériorisés, les calculs de SORGEM n'ont pas été effectués à la date d'annonce de l'opération (24 juin 2019), mais au 30 août 2019. Pour justifier sa position, SORGEM indique qu'il n'est pas établi que la hausse des multiples, notamment celui d'ALTEN, postérieurement à l'annonce de l'Offre soit liée à un effet spéculatif. Nous observons que le cours de bourse d'ALTEN a augmenté de 3,9% au lendemain de l'annonce et de 8,64% entre le 24 juin et le 23 juillet 2019, veille de la publication du chiffre d'affaires du premier semestre. Il apparait donc que l'augmentation du cours de bourse d'ALTEN est directement liée à l'annonce de l'Offre. La hausse calculée par SORGEM entre le 24 juin et le 30 août 2019 (6,6%) étant inférieure à celle calculée jusqu'au 23 juillet 2019, il n'est pas possible de soutenir que celle-ci soit liée à la publication du chiffre d'affaires du premier semestre.

Nous présentons ci-dessous l'évolution des multiples entre le 24 juin 2019 et le 30 août 2019 :

Altran - Multiples* observés sur les sociétés comparables

Comparables	Multiples d'EBIT au 24 juin 2019			Multiples d'EBIT au 30 août 2019		
	2019e	2020e	2021e	2019e	2020e	2021e
Alten SA	12,5x	11,7x	10,9x	13,8x	12,8x	11,8x
ÅF Pöyry AB (publ)	14,5x	11,7x	11,1x	19,8x	15,4x	14,1x
AKKA Technologies SE	11,4x	9,8x	9,1x	11,7x	10,2x	9,6x
Cyient Limited	10,3x	9,2x	8,4x	9,3x	8,3x	7,5x
Bertrandt Aktiengesellschaft	7,2x	6,4x	5,9x	8,1x	7,5x	6,6x
EDAG Engineering Group AG	13,3x	10,4x	9,0x	17,9x	12,7x	10,9x
Ricardo plc	10,1x	9,3x	9,0x	10,7x	9,3x	18,2x
Moyenne	**11,3x**	**9,8x**	**9,1x**	**13,0x**	**10,9x**	**11,2x**
Médiane	**11,4x**	**9,8x**	**9,0x**	**11,7x**	**10,2x**	**10,9x**

* Multiples induits par (i) une valeur d'entreprise calculée sur la base du CMPV 3 mois au 24/06/2019 et au 30/08/2019 et d'un nombre moyen d'action sur 3 mois et (ii) des agrégats des comparables calendarisés sur la date de clôture de la société évaluée

Source : Capital IQ

Ce constat tend à démontrer que le marché a considéré favorablement la présente opération. Ainsi, les calculs de SORGEM reposent sur des niveaux de multiples qui ont augmenté par l'effet de l'annonce, ce qui d'un point de vue méthodologique est critiquable pour apprécier le prix d'Offre.

De même, il convient de relever que SORGEM n'a pas pu procéder à une valorisation séparée des contrats IBM du fait d'une information publique limitée pour la mise en œuvre d'une telle approche. Dans le cadre de son approche sur les comparables boursiers, cela induit pour les travaux de SORGEM une survalorisation des contrats IBM, puisqu'il est appliqué les multiples ALTEN et AKKA à la marge d'EBIT, sans tenir compte des CAPEX relatifs à ces contrats ni de leur durée de vie économique finie.

Enfin, nous observons qu'avec le niveau des primes extériorisées sur chacun des critères mis en œuvre (cours de bourse, comparables et DCF) il n'est pas possible de considérer que le prix d'Offre n'intègre pas une prime de contrôle.

En effet, les primes de contrôle extériorisées lors d'offres publiques intervenues en 2018 et 2019[74], s'élevaient en moyenne à 27,7% sur le cours de bourse spot à la date de l'annonce, à 27,3% sur le cours de bourse 3 mois et à 13,2% sur la valeur centrale du DCF ressortant du rapport de l'expert indépendant.

En synthèse, nos analyses sur les différents points soulevés par SORGEM qui vont tous dans le sens de la recherche d'une majoration de la valeur (minoration du taux d'actualisation pour le DCF, référence temporelle biaisée pour les comparables, omission d'éléments de dettes inscrits au bilan, nombre d'actions composant le capital minoré, etc.), ne nous conduisent pas à modifier notre appréciation du prix d'Offre.

8.2 Remarques communiquées par l'AMF issues de ONE INVESTMENTS S.A.G.L

La société ONE INVESTMENTS S.A.G.L a transmis un courrier à l'AMF en date du 6 septembre 2019 afin de faire part de ses commentaires sur le prix d'Offre.

En particulier, la société ONE INVESTMENTS S.A.G.L considère selon elle que la fourchette de valorisation d'ALTRAN se situe entre 19,5 € et 26,3 € par action.

La méthode d'évaluation mise en œuvre par ONE INVESTMENTS repose uniquement sur les multiples induits par le cours de bourse d'ALTEN avant annonce de l'opération et une estimation de synergies de coûts de l'ordre de 200 M€ (partagées à 50% entre les deux sociétés dans le cas de la valorisation à 19,5 € par action).

Concernant l'utilisation du multiple d'ALTEN comme seul point de comparaison, nous ne reviendrons pas sur les commentaires précédemment apportés aux paragraphes 5.4.1.4 et 8.1 auxquels nous renvoyons.

Concernant la prise en compte des synergies dans l'appréciation du prix d'Offre, nous rappelons que cette opération est une Offre facultative réglée en numéraire, et que l'équité du prix proposé dans le cadre de cette opération doit être appréciée par référence à la valeur fondamentale de la cible en *standalone*, la part des synergies éventuellement intégrée au prix de l'Offre pouvant améliorer l'attractivité du prix d'Offre pour l'actionnaire par rapport à la valeur fondamentale.

[74] Cette analyse repose sur les 6 offres publiques en 2018 et 2019 dans lesquelles est intervenu un changement de contrôle de la société cible (KEYYO, SELECTIRENTE, DIRECT ENERGIE, ALTAMIR, NATUREX ET ZODIAC).

8.3 Remarques sur le rapport d'UFP communiqué par l'AMF

L'AMF nous a communiqué un rapport d'un analyste UFP.

Nous avons largement commenté les points de ce rapport qui approuve en toutes ses composantes le contenu du rapport SORGEM. Nous ne commenterons pas sa formulation et renvoyons donc sur le fond à nos appréciations sur les points soulevés par le rapport SORGEM.

Nous réitérons par ailleurs la même remarque que celle-ci-dessus sur les synergies.

8.4 Remarques reçues d'un actionnaire minoritaire transmises par l'AMF

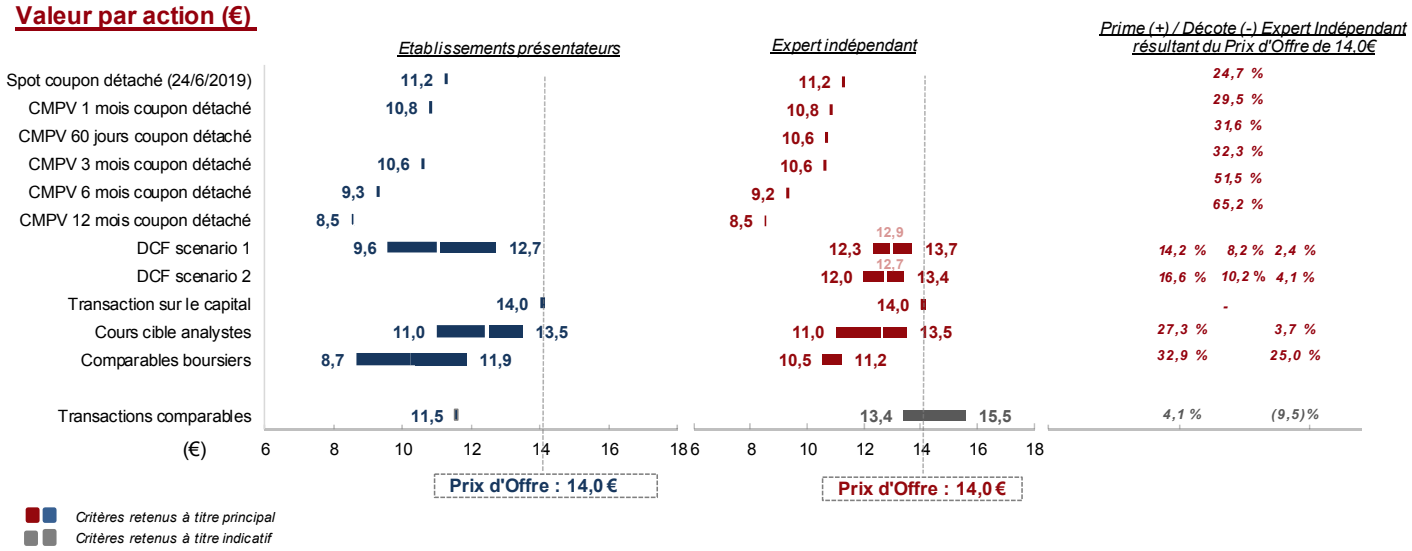
Les remarques formulées par un actionnaire individuel ont été examinées, et nous ont conduits à procéder à quelques modifications de forme dans notre rapport.

Nous renvoyons au complément sur les synergies, lesquelles appellent les mêmes remarques que celles formulées ci-dessus.

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

9.1 Synthèse de nos travaux d'évaluation

A l'issue de nos travaux, le prix de l'Offre, soit 14,0 € par action coupon détaché, fait ressortir les primes et décote suivantes par rapport aux valeurs résultant de nos évaluations selon les méthodes que nous avons jugé pertinentes :



L'approche multicritère que nous avons menée ainsi résumée fait ressortir les principales remarques suivantes sur la valeur fondamentale :

Le prix d'Offre de 14,0 € par action coupon détaché extériorise une prime de 24,7% sur le cours spot pré-annonce de l'opération et des primes comprises entre 29,5% et 32,3% sur les moyennes 1 à 3 mois. Sur une antériorité de 6 à 12 mois, ce prix d'Offre extériorise une prime de 51,5% (moyenne à 6 mois) à 65,2% (moyenne à 12 mois). L'action ALTRAN a connu un parcours boursier difficile sur les 24 mois pré-annonce de l'Offre, avec une volatilité très importante et très supérieure au SBF 120 ou à l'indice STOXX Europe 600 Technology, touchant un plus bas à 6,42 € le 21 décembre 2018 et un plus haut à 13,99 € le 26 octobre 2017[75]. Le critère du cours de bourse pour l'évaluation du groupe ALTRAN demeure un critère prépondérant d'autant que l'action est liquide, et il apparaît clairement que le prix d'Offre de 14,0 € propose une prime significative à l'actionnaire au regard des moyennes observées sur un horizon de 12 mois.

[75] Sur la base du cours de bourse ajusté d'ALTRAN de l'augmentation de capital de mars 2018. Pour information, le cours de bourse non ajusté d'ALTRAN fait pour sa part ressortir un plus bas de 6,53 € le 21 décembre 2018 et un plus haut de 16,10 € le 26 octobre 2017, coupon attaché.

Le critère du DCF nous parait le plus pertinent pour appréhender la pleine valeur de la Société. Sur ce critère, le prix d'Offre extériorise des primes de 2,4% à 16,6% sur la base de notre fourchette de valorisation reflétant les scénarii 1 et 2. La valeur centrale que nous estimons à 12,9 € par action, selon notre Scénario 1, fait ressortir une prime de 8,2% et la valeur centrale que nous estimons à 12,7 € par action, selon notre Scénario 2, fait quant à elle ressortir une prime de 10,2%. Nous avons établi la valeur DCF du Scénario 1 à partir des objectifs annoncés par le management d'ALTRAN dans son plan « *The High Road 2022* », lequel vise une croissance organique moyenne de 6,7% par an et une marge d'EBIT de 14,5% (intégrant les contrats IBM). Le management nous a confirmé que ces objectifs sont ambitieux et volontaristes, en particulier dans le contexte des incidents intervenus en 2018 et 2019 (découverte d'une fraude chez ARICENT et impact d'une Cyber attaque). Le consensus des analystes, correspondant à notre Scénario 2, table sur des objectifs de marge inférieurs à ceux annoncés par le management (de l'ordre de 13,2% à horizon 2021), ce qui tend à démontrer le caractère volontariste de ce plan. En retenant les objectifs du plan stratégique dans notre Scénario 1, nous extériorisons la pleine valeur pour l'actionnaire, étant précisé que le taux d'actualisation que nous avons retenu se situe en bas de fourchette de ceux retenus par les analystes qui suivent le secteur et le titre ALTRAN.

La référence au prix de 14,0 € offert par CAPGEMINI pour le rachat d'un bloc de 11,43% auprès d'actionnaires organisés autour d'APAX PARTNERS nous semble également être une référence pertinente dans la mesure où ce prix n'est pas assorti de droit de suite ou complément de prix autre que celui qui serait dû en cas de relèvement du prix d'Offre ou d'une offre concurrente. Ce prix de rachat constitue donc une référence de valorisation directe et pertinente puisqu'il concerne une transaction entre deux parties indépendantes.

La fourchette de prix cibles publiés par les analystes préalablement à l'annonce de l'Offre est particulièrement large (comprise entre 9,3 € et 17,0 € par action). En ignorant les valeurs extrêmes, la fourchette de prix cibles se situe entre 11,0 € et 13,5 € avec une moyenne de 12,4 €, soit une prime extériorisée par le prix d'Offre comprise entre 3,7% et 27,3%.

La méthode des comparables boursiers nous semble devoir être mise en œuvre avec certaines précautions méthodologiques. En effet, ALTRAN a engagé une transformation importante de son *business model* notamment par le développement de l'*offshoring* et de nouvelles expertises qui l'éloigne aujourd'hui, et demain plus encore, de certains de ses comparables européens tels qu'ALTEN ou AKKA. Cette orientation stratégique s'accompagne de la perception par le marché d'un modèle d'entreprise plus risqué que les acteurs traditionnels de l'outsourcing R&D. Notre fourchette de valorisation par la méthode des comparables boursiers extériorise des primes comprises entre 27,7% et 35,8%.

Les primes extériorisées sur tous les critères de valorisation retenus à titre principal nous semblent cohérentes avec le fait que cette opération vise la prise de contrôle du groupe.

Conformément à la recommandation 2006-15, il convient d'examiner comment traiter les synergies au regard du Prix d'Offre.

En l'espèce, CAPGEMINI a communiqué sur les synergies attendues sur des données préliminaires (cf. §1.7.2), notamment à raison du fait qu'elles n'ont pas été établies à partir d'un Business Plan commun entre l'Initiateur et la cible.

Nous avons tenu plusieurs réunions de travail avec CAPGEMINI pour commenter et analyser leur nature et les estimations qui en ont été faites.

Les synergies de coûts sont estimées entre 70 M€ et 100 M€ avant impôts et les synergies de revenus comprises entre 200 M€ et 350 M€, en année pleine.

CAPGEMINI nous a confirmé que la réalisation des synergies de coûts annoncées suppose la mise en œuvre d'un retrait obligatoire, la sortie de la cote d'ALTRAN et sa fusion avec CAPGEMINI, afin de permettre une rationalisation économique et juridique des structures. A défaut, seule une part limitée des synergies de coûts pourrait être atteinte.

Ces synergies devraient être pleinement réalisées à un horizon de 3 ans et supposent des coûts de mise en œuvre estimés à 150 M€.

S'agissant d'une offre de prise de contrôle, on doit examiner les niveaux de primes extériorisées sur les différents critères retenus au regard des synergies ainsi annoncées par l'Initiateur, quand bien même celles-ci sont qualifiées par lui de provisoires et qu'elles ont été établies en cohérence avec ses propres évaluations qui ne reposent pas sur le plan « *High Road 2022* ».

Nous avons mené nos propres analyses et simulations qui nous conduisent à formuler les remarques suivantes :

- Le prix d'Offre extériorise une prime de contrôle de 2,8 € sur le cours de bourse spot au 24 juin 2019, ce qui représente une part des synergies provisoires annoncées par CAPGEMINI.

- Le prix d'Offre extériorise également une prime, de 1,1€ par action sur la valeur centrale du DCF de notre scénario 1, alors même que nos calculs reposent sur les hypothèses très volontaristes du plan « *High Road 2022* », intégrant des améliorations de performance ambitieuses. Ce constat conforte le fait que le prix d'Offre intègre une part des synergies annoncées.

Au cas présent, sur la base des informations qui nous ont été communiquées, le prix d'Offre de 14,0 € permet à l'actionnaire de bénéficier de la liquidité sur la valeur fondamentale de ses titres, ainsi que d'une partie des synergies envisagées par l'Initiateur.

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

<u>En ce qui concerne le prix d'Offre</u>

La présente Offre Publique d'Achat donne un accès immédiat à la liquidité aux actionnaires minoritaires d'ALTRAN qui le souhaitent avec une prime de 24,7% sur le dernier cours de bourse précédant l'annonce et une prime de 31,6% par rapport au cours de bourse moyen des 60 jours précédant l'annonce et est strictement égal à celui payé aux actionnaires organisés autour d'APAX PARTNERS dans le cadre de l'acquisition des blocs intervenue le 2 juillet 2019.

Le prix d'Offre extériorise également, une prime de 2,4% sur le haut de fourchette du DCF (Scénario 1), basé sur un plan d'affaires ambitieux qui, selon nous, donne la pleine valeur de la société ALTRAN, sans intégrer de risque d'exécution

Nous observons enfin que le prix d'Offre fait ressortir des primes sur le critère des comparables boursiers.

Ces primes sont cohérentes dans un contexte de prise de contrôle, et elles valorisent une partie des synergies annoncées par l'Initiateur.

En ce qui concerne les accords connexes

L'examen des accords pouvant avoir une influence significative sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre, tels que présentés dans le projet de note d'information, à savoir (i) l'accord de rapprochement en date du 11 août 2019, (ii) les contrats de cession d'actions relatifs à l'acquisition des blocs ainsi que (iii) le mécanisme d'indemnisation, n'a pas fait apparaître de disposition financière de nature à remettre en cause, selon nous, le caractère équitable de l'Offre d'un point de vue financier.

En définitive, nous sommes d'avis que le prix d'Offre de 14,0 € par action, est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires d'ALTRAN.

Fait à Paris, le 10 octobre 2019

FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER

Christophe LAMBERT

Olivier PERONNET

PJ : Annexe unique

Annexe unique

Présentation du cabinet FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER

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

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

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

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

Date	Cible	Initiateur	Banque(s) Présentatrice(s)	Opération
mars-18	Euler Hermes	Allianz	Rothschild & Co / Société Générale	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire
mars-18	Ubisoft	Ubisoft	JP Morgan / Lazard	Rachat de ses titres
nov.-18	GFI	Mannai Corporation	Crédit Agricole CIB	Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire
janv.-19	Parrot	Horizon	Rothschild & Co	Offre Publique d'Achat
janv.-19	Soft Computing	Publicis Group	Oddo	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire
mars-19	Stallergenes Greer	Ares Life Sciences	*na*	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire

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

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

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

Montant de la rémunération perçue

Notre rémunération pour cette mission s'élève à 600 K€, hors taxes, frais et débours.

Description des diligences effectuées

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

1 - Prise de connaissance de l'opération et acceptation de la mission

2 - Identification des risques et orientation de la mission

3 - Collecte des informations et des données nécessaires à la mission :

- Prise de connaissance des notes d'analyse sectorielle, des notes d'analyse sur les comparables de la Société et des notes d'analyse sur les transactions comparables

4 - Appréciation du contexte spécifique de l'Offre :

- Echanges avec le management de la Société
- Echanges avec l'établissement présentateur
- Echanges avec l'initiateur

5 - Analyse de l'opération et de la documentation juridique liée

6 - Prise de connaissance de la documentation comptable et financière de la Société ;

7 - Analyse du cours de bourse d'ALTRAN :

- Analyse du flottant et de la liquidité
- Analyse de l'évolution du cours

8 - Revue du plan d'affaires du management de la Société

9 - Mise en œuvre d'une valorisation par la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs et réalisation de tests de sensibilité

10 - Mise en œuvre des méthodes analogiques :

- Comparables boursiers
- Transactions récentes sur le capital de la Société
- Transactions comparables

11 - Mise en œuvre des méthodes fondées sur les données de marché :

- Cours spot et cours moyens
- Objectifs de cours des analystes

12 - Obtention des lettres d'affirmation du représentant de la Société cible et de l'initiateur

13 - Analyse du projet de note d'information et du projet de note en réponse

14 - Revue indépendante

15 - Rédaction du rapport.

Calendrier de l'étude

4 juillet 2019	Première réunion de présentation avec Madame Nathalie RACHOU, administrateur indépendant
15 juillet 2019	Réunion de présentation au comité des administrateurs indépendants d'ALTRAN
19 juillet 2019	Réunion de travail et échange avec le management d'ALTRAN notamment sur la présentation du plan d'affaires, sur les perspectives de développement et la revue des comptes consolidés
30 juillet 2019	Réunion avec les établissements présentateurs de l'Offre portant sur leur rapport d'évaluation
9 août 2019	Désignation de FINEXSI en qualité d'expert indépendant par le Conseil d'Administration d'ALTRAN
20 août 2019	Conférence téléphonique avec LAZARD
27 août 2019	Réunion avec le management de CAPGEMINI
28 août 2019	Conférence téléphonique avec le comité des administrateurs indépendants d'ALTRAN
30 août 2019	Réunion avec le cabinet SORGEM EVALUATION, mandaté par l'ADAM
Août / septembre 2019	Collecte de l'information publique disponible Recherche des transactions comparables à partir des bases de données Identification et collecte de données sur les comparables boursiers à partir de la base de données financières Capital IQ notamment
Fin Août / septembre 2019	Mise en œuvre de l'évaluation multicritères des actions ALTRAN Rédaction du rapport d'évaluation
2 septembre 2019	Réunion avec le management d'ALTRAN
3 septembre 2019	Réunion avec Monsieur Dominique CERUTTI
4 septembre 2019	Réunion avec le comité des administrateurs indépendants d'ALTRAN
4 septembre 2019	Réunion avec le management de CAPGEMINI
5 septembre 2019	Réunion avec CITI, banque conseil d'ALTRAN
10 septembre 2019	Réunion avec le comité des administrateurs indépendants d'ALTRAN

14 septembre 2019	Conférence téléphonique avec le comité des administrateurs indépendants d'ALTRAN
16 et 17 septembre 2019	Revue indépendante du rapport du cabinet FINEXSI
17 septembre 2019	Conférence téléphonique avec le comité des administrateurs indépendants d'ALTRAN
19 septembre 2019	Conférence téléphonique avec le comité des administrateurs indépendants d'ALTRAN
22 septembre 2019	Conférence téléphonique avec le comité des administrateurs indépendants d'ALTRAN
22 septembre 2019	Remise du rapport d'évaluation et présentation au Conseil d'Administration d'ALTRAN

Liste des personnes rencontrées ou contactées

ALTRAN

- Monsieur Dominique CERUTTI, Président Directeur Général
- Monsieur Albin JACQUEMONT, Directeur général adjoint en charge des finances
- Monsieur Pierre-Yves DI MARTINO, Executive assistant du PDG
- Monsieur Marc-Elie BERNARD, Group senior VP Développement et fusions & acquisitions
- Madame Géraldine LE MAIRE, Secrétaire Générale et Directrice juridique groupe
- Monsieur Laurent GODICHEAU, Group VP Stratégie & Marketing

ALTRAN - administrateurs indépendants

- Madame Nathalie RACHOU, administrateur indépendant
- Madame Diane DE SAINT VICTOR, administrateur indépendant
- Madame Jaya VAIDHYANATHAN, administrateur indépendant

CAPGEMINI

- Monsieur Paul HERMELIN, Président Directeur Général
- Monsieur Aiman EZZAT, Directeur général délégué
- Monsieur Pierre-Yves CROS, Directeur de la stratégie et du développement
- Monsieur Walter VEJDOVSKY, Directeur du M&A

Etablissements présentateurs (LAZARD FRERES, BNP PARIBAS, CREDIT AGRICOLE CIB et HSBC)

- Monsieur Bertrand MOULET, Associé Gérant
- Monsieur François FUNCK-BRENTANO, Associé Gérant
- Madame Carole DAOU, Gérant
- Monsieur Jacques DEEGE, Directeur

Avocat d'ALTRAN, HERBERT SMITH FREEHILLS

- Monsieur Hubert SEGAIN, Avocat
- Madame Camille LARTIGUE, Avocat

Avocat de CAPGEMINI, CLEARY GOTTLIEB STEEN & HAMILTON

- Monsieur Pierre-Yves CHABERT, Avocat

Avocat de CAPGEMINI, DARROIS VILLEY MAILLOT BROCHIER

- Monsieur Bertrand CARDI, Avocat

Banque conseil d'ALTRAN, PERELLA WEINBERG PARTNERS

- Monsieur Philippe CAPRON, Partner
- Monsieur Cyrille PERARD, Managing Director
- Monsieur Alexandre LANDUREN, Executive Director
- Monsieur Mehdi BENLAMLIH, Associate

Banque conseil d'ALTRAN, CITIGROUP

- Monsieur Pierre DREVILLON, Managing Director
- Monsieur Omar LARHOUATI, Director
- Monsieur Jérôme DE VIENNE, Associate
- Monsieur Thibault DUFOURMANTELLE, Analyst

Sources d'information utilisées

Informations communiquées par la société ALTRAN

- Plan d'affaires 2019-2022
- Etats financiers consolidés 2014 à 2018 et au 30 juin 2019

Informations de marché

- Communication financière d'ALTRAN sur les exercices 2014 à 2018 et au 30 juin 2019
- Cours de bourse, comparables boursiers, consensus de marché : Capital IQ
- Données de marchés (Taux sans risque, prime de risque, bêta…) : Capital IQ, Associés en Finance, Banque de France
- Transactions comparables : Merger Market, Epsilon Research
- Autres : XERFI et OPIIEC

Personnel associé à la réalisation de la mission

Les signataires, Olivier PERONNET (associé) et Christophe LAMBERT (associé), ont notamment été assistés de Maxime ROGEON (manager), Ianis FATTOUMI (chef de mission), Salah Eddine BENABDERRAZIK (analyste) ainsi qu'une équipe de collaborateurs selon les besoins de la mission.

La revue indépendante a été effectuée par Lucas ROBIN, associé du cabinet.