



AVIS SUR LE PRIX PROPOSE PAR  
CAPGEMINI DANS LE CADRE D'UN  
PROJET D'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT  
VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIETE  
ALTRAN

Paris, le 5 septembre 2019

*Consultation réalisée à la demande de l'ADAM*

**Strictement Confidentiel**

## Sommaire

<b>LIMINAIRE .....</b>	<b>3</b>
<b>I. DILIGENCES ET RESERVES .....</b>	<b>4</b>
1. Notre mission .....	4
2. Informations et documents utilisés .....	4
3. Date d'évaluation .....	4
<b>II. EVALUATION DES ACTIONS DE LA SOCIETE .....</b>	<b>6</b>
1. Méthodes écartées.....	6
1.1 Méthode des transactions comparables .....	6
1.2 Méthode de l'actualisation des dividendes .....	7
1.3 Méthode de l'actif net réévalué .....	7
2. Méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs (DCF).....	7
2.1 Principe.....	7
2.2 Eléments de passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur par action .....	8
2.2.1. Nombre d'actions pris en compte .....	8
2.2.2. Passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des actions .....	8
2.3 Présentation des prévisions retenues .....	9
2.3.1. Sources d'informations utilisées .....	9
2.3.2. Principales données prévisionnelles .....	9
2.3.3. Hypothèses normatives et taux de croissance à long terme.....	11
2.3.4. Scénario intégrant un éventuel risque d'exécution du Plan stratégique.....	12
2.4 Détermination du taux d'actualisation .....	12
2.4.1. Principe de détermination du taux.....	12
2.4.2. Taux sans risque .....	13
2.4.3. Bêta de l'actif économique.....	13
2.4.4. Prime de risque de marché.....	13
2.4.5. Prime de taille.....	14
2.4.6. Taux d'actualisation retenu .....	15
2.5 Conclusion sur la valeur .....	15
2.6 Impact du scénario dégradé intégrant un potentiel risque d'exécution .....	16
3. Méthode des comparables boursiers .....	16
3.1 Sociétés retenues : Alten et Akka Technologies.....	16
3.2 Alten est considéré comme le comparable le plus pertinent .....	18
3.3 Mise en œuvre de la méthode des comparables boursiers .....	18
4. Références de valeur .....	19
4.1 Référence au cours de bourse .....	19
4.2 Achat du bloc d'actions d'Apax .....	21
4.3 Prix cible des analystes .....	22
<b>III. SYNERGIES .....</b>	<b>24</b>
<b>IV. CONCLUSION SUR L'INTERET D'APPORTER A L'OFFRE AU PRIX DE 14,00 EUROS PAR ACTION .....</b>	<b>26</b>

## ■ Liminaire

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

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

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

A la date de la présente note préliminaire, le projet d'Offre et le projet de note d'information qui viendra en appui n'ont pas encore été déposés par Capgemini (l'« Initiateur »). Nous rappelons que le dépôt par Altran (la « Société ») du projet de note en réponse à l'Offre, qui intégrera notamment le rapport de l'expert indépendant, interviendrait ensuite.

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

## **I. DILIGENCES ET RESERVES**

### **1. Notre mission**

Notre mission a pour objet de donner un avis sur l'intérêt pour les actionnaires d'Altran d'apporter leurs titres à l'Offre.

Il ne s'agit pas d'une attestation d'équité, pour laquelle la Société a désigné un expert indépendant, le cabinet Finexsi.

Nous indiquons par ailleurs que nous ne sommes pas en situation de conflit d'intérêts avec les sociétés Altran et Capgemini, avec lesquelles nous n'avons pas réalisé de chiffre d'affaires sur les dix-huit derniers mois.

### **2. Informations et documents utilisés**

Pour accomplir notre mission, nous avons utilisé les documents et informations publiques, notamment sur la Société et sur l'Initiateur.

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

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

Nous précisons en outre que nous n'avons pas sollicité d'échanges avec la Société ou l'Initiateur. Nous avons cependant présenté à l'expert indépendant un certain nombre de points d'attention qu'il était selon nous important qu'il puisse adresser dans la réalisation de ses travaux.

Enfin, nous indiquons que nous n'avons pas été informés de l'existence d'accords connexes à l'Offre qui seraient susceptibles d'affecter la valeur d'Altran.

### **3. Date d'évaluation**

La présente note est destinée à donner un avis sur le prix d'Offre à la date du 5 septembre 2019 (la « Date d'évaluation »), sur la base notamment de données de marché au 28 août 2019.

Il prend donc en compte les informations disponibles à la Date d'évaluation.

Nous rappelons à ce titre qu'un certain nombre de documents et d'informations seront par la suite rendus publics jusqu'à la clôture de l'Offre. Ces éléments pourraient être de nature à modifier notre avis sur le prix d'Offre.

Ces documents et informations incluent notamment le projet de note d'information qui sera déposé par l'Initiateur, le projet de note en réponse de la Société et les éventuels accords connexes à l'Offre.

Pour répondre aux objectifs de notre mission, nous allons porter un avis sur la valeur intrinsèque de la Société à la Date d'Evaluation. Cette valeur repose sur des paramètres de marché susceptibles de varier dans le temps en fonction des conditions économiques et des anticipations des agents économiques.

## II. EVALUATION DES ACTIONS DE LA SOCIETE

Afin d'apprécier le Prix d'Offre, nous avons estimé la valeur des titres de la Société au 5 septembre 2019, sur la base notamment des informations publiques disponibles à cette date.

Pour ce faire, nous avons retenu une approche multicritères qui intègre :

- la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie (ou « DCF ») ;
- la méthode des comparables boursiers ;
- les références :
  - > au cours de bourse de la Société depuis avril 2018 (finalisation de l'augmentation de capital suite à l'acquisition d'Aricent) ;
  - > au prix cible des analystes ;
  - > aux conditions financières d'acquisition, auprès d'Apax Partners, d'actions de la Société par l'Initiateur (référence à considérer avec beaucoup de prudence – cf. infra).

Les hypothèses retenues dans le cadre de nos travaux ont été définies préalablement à la publication des résultats semestriels le 5 septembre 2019. Nous précisons que les éléments communiqués par Altran à cette occasion ne sont pas de nature à remettre en cause ces hypothèses.

### 1. Méthodes écartées

#### 1.1 Méthode des transactions comparables

Cette méthode consiste à appliquer à la Société les multiples observés lors de transactions impliquant des sociétés comparables.

Nous n'avons pas identifié de transactions récentes directement comparables dont les termes auraient été rendus publics.

## **1.2 Méthode de l'actualisation des dividendes**

Cette méthode consiste à actualiser les flux de dividendes attendus. Elle s'envisage, généralement, pour les sociétés matures qui mettent en œuvre une politique de dividende régulière et représentative de leur capacité de distribution.

Eu égard notamment à la croissance de l'activité attendue sur les prochains exercices et à la politique de distribution du groupe, cette méthode a été considérée comme non pertinente.

## **1.3 Méthode de l'actif net réévalué**

Cette méthode consiste à ajuster les capitaux propres de la mise en valeur de marché des actifs et passifs apparaissant au bilan.

Au cas d'espèce, les principaux actifs à réévaluer, en particulier les actifs incorporels, ne peuvent être estimés qu'à partir de prévisions. La réévaluation de ces actifs serait donc redondante avec la mise en œuvre de l'actualisation des flux de trésorerie futurs. Cette méthode n'a donc pas été retenue.

## **2. Méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs (DCF)**

### **2.1 Principe**

La méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs consiste à déterminer la valeur d'une société à partir de l'actualisation des flux de trésorerie d'exploitation futurs qu'elle est susceptible de générer, nets d'impôts, après financement des investissements et du besoin en fonds de roulement.

La valeur actualisée des flux de trésorerie opérationnels générés par les actifs d'exploitation des activités valorisées sur la période couverte par les prévisions et, le cas échéant, la valeur actualisée de la valeur terminale constituent la Valeur d'Entreprise (ou valeur de l'actif économique) de la société évaluée (ci-après la « Valeur d'Entreprise »).

La Valeur d'Entreprise obtenue doit ensuite être ajustée de l'endettement financier net et des actifs et passifs hors exploitation pour obtenir la valeur des fonds propres de la société évaluée.

Cette méthode requiert donc de déterminer les éléments suivants :

- les éléments de passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des fonds propres puis à la valeur par action (2.2) ;
- les hypothèses prévisionnelles et les hypothèses normatives concernant les résultats nets d'impôt, les investissements et le besoin en fonds de roulement (2.3) ;
- le taux d'actualisation, qui correspond au taux de rendement exigé par les apporteurs de capitaux de l'entreprise (2.4).

## **2.2 Eléments de passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur par action**

### **2.2.1. Nombre d'actions pris en compte**

Nous avons retenu un nombre total de 253,7 millions d'actions, calculé à partir des 257,0 millions d'actions composant le capital au 31 décembre 2018, desquelles ont été déduites les 3,3 millions d'actions auto-détenues par la Société à cette date.

Nous précisons par ailleurs que la société a mis en place, en 2015, 2016, 2017 et 2018, des plans d'attribution d'actions gratuites. A fin 2018, le nombre théorique maximum d'instruments pouvant être acquis au titre de ces plans était de 2,1 millions d'actions soit, rapporté au nombre d'actions composant le capital social, un taux de dilution maximum inférieur à 1%. L'effet dilutif – très limité – de l'acquisition potentielle de tout ou partie de ces actions n'a pas été pris en compte.

Enfin, nous précisons qu'il n'existait pas, d'après le document de référence 2018 de la Société, d'autres instruments potentiellement dilutifs à fin 2018.

### **2.2.2. Passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des actions**

Sur la base des comptes consolidés au 31 décembre 2018<sup>1</sup>, le passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des actions de la Société nécessite de prendre en compte un ajustement négatif d'un montant de **-1 585 M€**.

---

<sup>1</sup> Nous avons retenu une situation bilancielle au 31 décembre 2018, en cohérence avec le premier flux du DCF (2019) retenu en année pleine.



### Eléments de passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des fonds propres

En millions d'euros	
(Passifs financiers non courants)	(1 603)
(Passifs financiers courants)	(181)
Trésorerie et équivalents	473
(Dettes sur titres)	(54)
Valeur des déficits fiscaux reportables (*)	87
(Prov. pour engagements de retraite, nettes d'ID)	(44)
Créances d'affacturage déconsolidées (**)	(202)
Dividendes versés en 2019 (24 cts par action)	(61)
Valeur des intérêts minoritaires (***)	-
<b>Total des ajustements</b>	<b>(1 585)</b>

(\*) Retenue égale au montant des IDA correspondants

(\*\*) Nettes des dépôts de garantie

(\*\*\*) Valeur retenue à zéro (quote-part de situation nette négative à fin 2018 de -49 M€ et quote-part de résultat net de +0,4 M€)

Source : document de référence 2018, analyses Sorgem

## 2.3 Présentation des prévisions retenues

### 2.3.1. Sources d'informations utilisées

Notre évaluation par l'actualisation des flux de trésorerie futurs se fonde sur un horizon prévisionnel 2019-2022.

Les données prévisionnelles ont été construites à partir (i) des objectifs du plan stratégique *The High Road, Altran 2022* (le « Plan stratégique »), (ii) des données des consensus d'analystes IBES disponibles à travers les outils Eikon et Datastream pour différents agrégats jusqu'à l'exercice 2021 et (iii) d'hypothèses Sorgem Evaluation établies notamment à partir des comptes consolidés historiques de la Société.

Nous précisons que les données prévisionnelles retenues n'intègrent pas les effets des synergies attendues de l'éventuel rapprochement.

### 2.3.2. Principales données prévisionnelles

Les principales données prévisionnelles retenues sont les suivantes :

- Chiffre d'affaires : données moyennes du consensus d'analystes IBES pour 2019 puis taux de croissance annuel constant conduisant à un chiffre d'affaires de 4,0 Md€ en 2022, soit le niveau cible du Plan stratégique ;

- Marge opérationnelle : données du consensus d'analystes pour 2019 puis progression linéaire du taux de marge conduisant à un taux de 14,5% en 2022 (taux cible du Plan stratégique) ;
- Taux d'IS retenu constant à 30% sur l'horizon du Plan stratégique, reflet du taux effectif de la société et des baisses d'impôts attendues en France sur les prochains exercices ;
- Amortissements (hors droits incorporels issus de regroupements d'entreprises) et investissements : données du consensus d'analystes pour 2019-2021, prolongé en 2022, conduisant à une croissance des immobilisations supérieure à 70 M€ sur l'horizon du Plan stratégique ;
- Variations annuelles de BFR (qui intègre, dans nos calculs, les créances d'affacturage déconsolidées par le groupe) de +35 M€ en moyenne sur l'horizon du Plan stratégique ;
- Charges annuelles comptabilisées après la marge opérationnelle (restructurations, litiges, réorganisations juridiques...) d'environ 20 M€ après IS.

Nous précisons que depuis sa présentation au marché le 28 juin 2018, le management d'Altran a confirmé à plusieurs reprises le caractère inchangé des objectifs du Plan stratégique *The High Road, Altran 2022*, y compris lors de l'annonce des derniers résultats<sup>2</sup>.

---

<sup>2</sup> « Altran a réalisé une bonne performance en 2018, tirée par l'accélération de la croissance organique au second semestre, notamment en France, en Allemagne et en Amérique du Nord. Nous avons réalisé avec succès croissance du chiffre d'affaires et de la marge, désendettement, intégration et rétablissement des marges d'Aricent ainsi que le redressement des marges en Allemagne. Je suis particulièrement fier de notre équipe, qui agit désormais unifiée sous bannière Altran, et qui a fait preuve de ténacité au cours d'une année riche en événements pour l'entreprise. Au cours de l'année 2019, nous continuerons à nous concentrer sur les opérations et l'exécution de notre plan stratégique. »

« Une demande stable et la progression des dépenses sous-jacentes de R&D alimentent la confiance d'Altran dans son environnement économique. Pour ce qui concerne 2019, l'amélioration de la performance opérationnelle combinée à la mise en œuvre du programme Altran Cash devrait conduire à fin 2019 à la poursuite du désendettement du Groupe, en ligne avec l'objectif fixé pour 2020. Altran est en ligne avec ses objectifs financiers de moyen terme. »

Source : Communiqué de presse du 28 février 2019 sur la présentation des résultats 2018 (nous soulignons) « we stay on track and we are on track with our set of midterm financial objective which have been communicated to the market last June during our Capital Market Day. » (Q4'18 Earnings Call – US)

---

A l'occasion de la présentation de ce nouveau plan, la Société a par ailleurs fait, à mi-parcours, le point sur la réalisation des objectifs du plan précédent (plan *Ignition* 2015-2020). A ce titre, elle a indiqué que la trajectoire de chiffre d'affaires et de marge opérationnelle enregistrée entre 2015 et mi-2018, devait lui permettre d'atteindre les objectifs de ce plan (indépendamment de l'acquisition d'Aricent).

### 2.3.3. Hypothèses normatives et taux de croissance à long terme

La valeur d'Altran à l'horizon 2022 a été déterminée à partir d'un taux de croissance à l'infini de 2,0% et d'un flux de trésorerie normatif déterminé à partir des hypothèses suivantes :

- Chiffre d'affaires = Chiffre d'affaires 2022 augmenté de 2,0% ;
- Taux de marge opérationnelle normatif de 13,5%, inférieur aux données du Plan stratégique afin de refléter un taux de marge de milieu de cycle économique (faisant par là l'hypothèse que le taux de 14,5% du Plan stratégique correspond à une valeur de haut de cycle) ;
- Taux de croissance du BFR et de l'actif immobilisé égal au taux de croissance à long terme retenu ;
- Taux d'impôt normatif de 30% ;
- Charges annuelles comptabilisées après la marge opérationnelle d'environ 25 M€ après IS (reflet d'un milieu de cycle économique).

Nous précisons que les estimations de moyennes de cycles ont été établies à partir notamment :

- d'une analyse de l'évolution du chiffre d'affaires en 2009 et 2010 (dernier retournement de cycle observé) ;
- d'une analyse de l'évolution des coûts directs, rapportés au CA, sur cette période ;
- d'une analyse des coûts indirects et des charges de restructuration enregistrés sur cette période ;
- d'une analyse de la marge opérationnelle atteinte en sortie de cycle ;

- d'hypothèses relatives à la durée d'un cycle économique.

#### 2.3.4. Scénario intégrant un éventuel risque d'exécution du Plan stratégique

Nous avons par ailleurs étudié l'impact sur la valeur de l'action Altran, d'un scénario dégradé reflétant d'éventuels risques d'exécution du Plan stratégique, quand bien même la Société a rappelé à plusieurs reprises le caractère inchangé de ses objectifs.

Sur la base des données du consensus IBES, nous avons retenu pour ce scénario un taux de marge opérationnelle de 13,6% en 2022, inférieur de 90 bps au taux cible du plan stratégique (14,5%), et un taux de marge normatif ajusté en conséquence (12,6%).

Nous précisons que dans ce scénario, nous n'avons pas modifié les données de CA, en constatant que sur cet agrégat, les données du consensus IBES pour l'exercice 2021 ressortent à un niveau proche des données prévisionnelles que nous retenons dans le scénario reflétant pleinement les données du Plan stratégique (écart d'environ 2,5%).

### 2.4 Détermination du taux d'actualisation

#### 2.4.1. Principe de détermination du taux

Les flux nets de trésorerie doivent être actualisés au coût des capitaux investis dans l'actif de l'entreprise, c'est-à-dire au taux de rendement des capitaux exigé par les investisseurs, compte tenu du risque intrinsèque de l'activité.

Nous considérons comme très limitée la valeur potentiellement créée par la déductibilité des intérêts financiers et retenons par simplification un taux d'endettement normatif nul.

Le taux d'actualisation retenu correspond donc au coût des fonds propres à dette nulle qui a été déterminé à partir du Modèle d'Evaluation Des Actifs Financiers (MEDAF) où :

$$K_{FP} = R_f + \beta \times \text{prime de risque moyenne du marché action} + \text{prime de risque éventuelle}$$

Avec :

$K_{FP}$	Coût des fonds propres
$R_f$	Taux sans risque
$\beta$	Béta des actions de la société

Prime de risque moyenne du marché	<i>Elle correspond à la différence entre le rendement espéré du marché actions dans son ensemble et le taux sans risque</i>
Prime de risque éventuelle	<i>Elle peut correspondre par exemple à une prime de taille ou à une prime de risque pays</i>

#### 2.4.2. Taux sans risque

Le taux sans risque est estimé sur la base des rendements offerts par des actifs considérés sans risque de défaut.

Nous avons retenu un taux sans risque égal à la moyenne 3 mois des obligations d'état françaises d'une maturité de 20 ans. Ce taux s'établit à +0,4% au 28 août 2019.

#### 2.4.3. Bêta de l'actif économique

Nous avons estimé le bêta sur la base de l'échantillon de sociétés comparables à Altran, intervenant dans le secteur des services d'engineering et R&D, présentées de manière plus détaillée dans la suite de ce rapport.

Il a été déterminé à partir des données hebdomadaires sur deux ans et des données hebdomadaires et mensuelles sur cinq ans.

Nous aboutissons ainsi à un bêta de 1,1x.

#### 2.4.4. Prime de risque de marché

Différentes approches permettent d'estimer la prime de risque de marché. Il peut s'agir de primes de risque historiques, de primes de risque anticipées ou de consensus de primes de risque.

Les primes de risque anticipées calculées de manière instantanée ont été écartées en raison des inconvénients suivants :

- elles sont calculées à partir de modèles complexes tenant compte d'un grand nombre de paramètres, pour certains subjectifs, comme la définition de la période de prévision, les taux de croissance retenus dans les prévisions, le taux de croissance à long terme, les taux de distribution de dividendes... Il en résulte que les hypothèses prises en compte dans leur calcul ne sont pas forcément cohérentes avec celles utilisées dans le modèle de valorisation ;

- elles permettent de suivre l'évolution de l'aversion au risque des investisseurs mais ne correspondent pas nécessairement au taux de rendement supplémentaire attendu par des investisseurs en actions qui investissent sur le long terme, ce qui n'est pas le cas pour les gestionnaires de portefeuilles et certains autres intervenants sur le marché.

Nous privilégions les primes de risque anticipées calculées à partir de comparaisons sur une base historique du rendement des actions et des obligations, en ajustant l'écart constaté de phénomènes qui ne devraient pas se reproduire dans le futur. Ces primes de risque sont moins sensibles que les précédentes à la conjoncture immédiate.

A ce titre, nous retenons une prime de risque du marché action de 5,5%, déterminée notamment sur la base des travaux de Dimson, Marsh et Staunton, de Robeco et du sondage du Swiss Finance Institute<sup>3</sup>.

#### 2.4.5. Prime de taille

Plusieurs travaux académiques démontrent que le rendement attendu sur des entreprises non *large cap*<sup>4</sup> serait supérieur à celui exigé par le MEDAF<sup>5</sup>.

L'analyse des rendements historiques des entreprises cotées américaines par le cabinet Duff & Phelps aboutit à une estimation de la prime de taille de 1,0%<sup>6</sup>.

---

<sup>3</sup> Sources : études d'Elroy Dimson, Paul Marsh et Mike Staunton, voir notamment « The Worldwide Equity Premium : a smaller puzzle », 7 avril 2006, « Equity Premia Around the World », 7 octobre 2011, et « Crédit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2017 » ; Robeco, « Expected Returns 2017 – 2021 », septembre 2016, L. Daalder ; Lilia Mukhlynina et Kjell G. Nyborg, janvier 2016, « The Choice of Valuation Techniques in Practice: Education versus Profession ».

<sup>4</sup> Selon Duff & Phelps (2018 Valuation Handbook – Guide to Cost of Capital), sont considérées comme *large cap* les sociétés ayant une capitalisation boursière supérieure à 12,0 Md\$

<sup>5</sup> Plusieurs facteurs expliquent pourquoi le taux de rendement requis des fonds propres d'une entreprise de petite taille est supérieur à celui d'une entreprise de grande taille. Tout d'abord, compte tenu du manque de transactions sur les actions des sociétés de petite taille, le bêta calculé sur la base des méthodes économétriques usuelles sous-estime le bêta réel (Ibbotson, R.G., Kaplan, P.D., Peterson, J.D., Estimates of Small Stock Betas are Much Too Low, The Journal of Portfolio Management, vol. 23, 1997). Par ailleurs, les actionnaires des sociétés de petite taille supportent des coûts de liquidité (Amihud, Y., Mendelson, H., Asset Pricing and the bid-ask spread, Journal of Financial Economics, vol. 17, 1986) et un risque de liquidité plus importants (par exemple, Acharya, V.V., Pedersen, L.H., Asset Pricing with Liquidity Risk, Journal of Financial Economics, vol. 77, 2005). Enfin, les coûts d'accès à l'information ne peuvent être amortis que sur des montants investis plus limités (Lee, C.M.C., So, E.C., Alphanomics: The Informational Underpinnings of Market Efficiency, Foundations and Trends in Accounting, Vol. 9 n°2-3, 2015).

<sup>6</sup> Source : « 2018 Valuation Handbook – Guide to Cost of Capital » – Duff & Phelps – Prime associée aux entreprises Mid Cap (0,96%).

#### 2.4.6. Taux d'actualisation retenu

Sur la base des hypothèses présentées ci-dessus, nous retenons un taux d'actualisation de 7,5%<sup>7</sup> pour Altran, qui correspond à notre estimation d'un coût des fonds propres à dette nulle à la Date d'Evaluation.

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<sup>8</sup>.

#### 2.5 Conclusion sur la valeur

Nos travaux font ressortir à partir des analyses de sensibilité au taux d'actualisation (+/- 0,25%) et à la croissance perpétuelle (+/- 0,25%) une valeur par action Altran dans une fourchette comprise entre **15,3 €** et **19,0 €**, avec une valeur centrale de **17,0 €**, hors synergies.

##### Sensibilité de la valeur par action aux taux d'actualisation et de croissance perpétuelle

		Taux d'actualisation				
		7,00%	7,25%	7,50%	7,75%	8,00%
Taux de croissance à long terme	1,50%	17,5	16,5	15,6	14,7	13,9
	1,75%	18,3	17,2	16,2	15,3	14,5
	2,00%	19,3	18,1	17,0	16,0	15,1
	2,25%	20,3	19,0	17,8	16,7	15,8
	2,50%	21,4	20,0	18,7	17,5	16,5

---

<sup>7</sup>  $0,4\% + 1,1 \times 5,5\% + 1,0\% = 7,5\%$

<sup>8</sup> Entre 5,42% et 8,0% hors Inde, Chine et Autres

## 2.6 Impact du scénario dégradé intégrant un potentiel risque d'exécution

La valeur centrale du scénario dégradé ressort à **15,3 €** par action Altran. La sensibilité de cette valeur au taux d'actualisation et à la croissance perpétuelle est présentée ci-dessous :

		Taux d'actualisation				
		7,00%	7,25%	7,50%	7,75%	8,00%
Taux de croissance à long terme	1,50%	15,9	14,9	14,1	13,3	12,5
	1,75%	16,6	15,6	14,7	13,8	13,0
	2,00%	17,4	16,3	15,3	14,4	13,6
	2,25%	18,4	17,2	16,1	15,1	14,2
	2,50%	19,4	18,1	16,9	15,8	14,8

## 3. Méthode des comparables boursiers

Cette méthode consiste à appliquer à la Société les multiples observés sur un échantillon de sociétés comparables cotées.

### 3.1 Sociétés retenues : Alten et Akka Technologies

Nous avons retenu les sociétés Alten et Akka Technologies, acteurs européens des services d'engineering et de R&D :

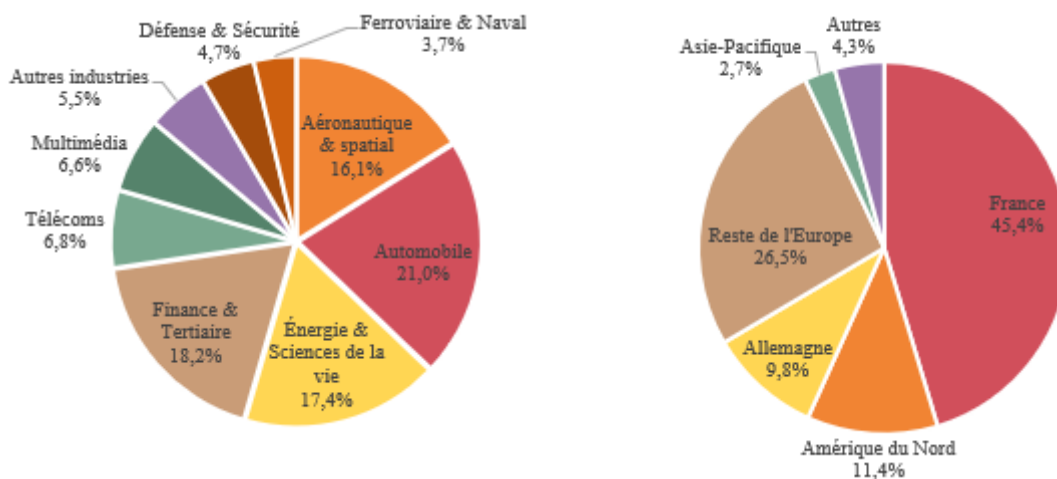
- Alten est une entreprise française d'ingénierie et de conseil en hautes technologies. La société accompagne ses clients dans les domaines de l'innovation, de la R&D et des systèmes d'information dans de nombreux secteurs (Aéronautique & Spatial, Défense & Naval, Sécurité, Automobile, Ferroviaire, Energie, Sciences de la vie, Finance, Retail, Télécommunications et Services).

La société est présente dans 25 pays et sur les 5 continents (l'activité à l'international représente 60% de son CA). Elle comptait près de 33 700 collaborateurs à fin 2018 pour un CA d'environ 2,3 Md€ (67 K€ environ par employé).

La décomposition du chiffre d'affaires 2018 par secteur d'activité et par zone géographique est la suivante :



### Décomposition du chiffre d'affaires 2018 d'Alten par secteur d'activité et par zone géographique



Source : document de référence ALTEN 2018

- Akka Technologies est une entreprise française de conseil et d'ingénierie en hautes technologies. Ses clients sont majoritairement industriels (Automobile, Aéronautique, Défense, Electronique, Télécommunications, Chimie). La société les accompagne tout au long des étapes de leurs projets : de la phase de recherche et développement jusqu'à la phase de conception et de production.

La société est présente dans une vingtaine de pays (la France – 41% – et l'Allemagne – 34% – représentant 75% de l'activité). Elle comptait près de 21 000 collaborateurs à fin 2018 pour un CA de 1,5 Md€ (soit 71 K€ par employé environ). Sa capitalisation boursière est de l'ordre de 1,2 Md€.

Nous précisons par ailleurs que nous n'avons pas retenu comme comparables boursiers les sociétés Bertrandt AG<sup>9</sup> et EDAG AG<sup>10</sup> dans la mesure où celles-ci sont principalement exposées au secteur automobile allemand et où leur taille est sensiblement inférieure à celle d'Altran.

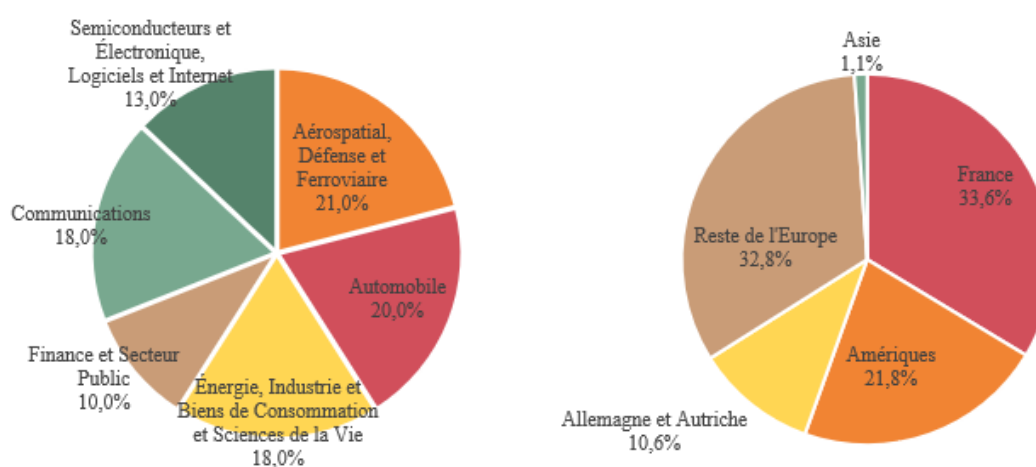
<sup>9</sup> Bertrandt AG est une entreprise allemande qui fournit des services de conseil en ingénierie et d'assistance à la production pour l'industrie automobile et aéronautique. La société a réalisé un CA de 1 Md€ en 2018 (dont 85% en Allemagne) et sa capitalisation boursière est d'environ 500 M€.

<sup>10</sup> EDAG Engineering Group AG est une entreprise allemande d'ingénierie spécialisée dans le développement intégré de véhicules, de sites de production et d'optimisation des processus. La société a réalisé un CA d'environ 800 M€ en 2018 (dont 78% en Allemagne) et sa capitalisation boursière est d'environ 250 M€.

### 3.2 Alten est considéré comme le comparable le plus pertinent

Nous précisons également que nous considérons la société Alten (2,3 Md€ de CA, 67 K€ par employé), comme la plus comparable à Altran (3,0 Md€ de CA, 64 K€ par employé), tant en termes de taille que d'exposition sectorielle et géographique (rappelée ci-dessous pour Altran) :

#### Décomposition du chiffre d'affaires 2018 d'Altran par secteur d'activité et par zone géographique



Source : document de référence ALTRAN 2018

### 3.3 Mise en œuvre de la méthode des comparables boursiers

Les multiples Valeur d'Entreprise / EBIT d'Alten et d'Akka Technologies sont présentés ci-dessous :

Société	Pays	Mkt Cp M€(*)	VE M€	Multiple VE / EBIT	
				Dec-19	Dec-20
Alten	France	3 591	3 615	14,1x	13,0x
Akka Technologies	France	1 193	1 633	12,4x	10,6x
<b>Moyenne</b>				<b>13,3x</b>	<b>11,8x</b>

(\*) Sur la base du cours moyen sur 1 mois au 28 août 2019

Source : Bloomberg, Eikon et Datastream au 28 août 2019, Analyse Sorgem

L'application des multiples moyens sur les exercices 2019 (13,3x) et 2020 (11,8x) conduit à une Valeur d'Entreprise de la Société de respectivement **5 510 M€** et **5 495 M€**, soit

une valeur des fonds propres comprise entre **3 925 M€** et **3 910 M€**, et une valeur par action d'environ **15,5 €** (moyenne de 16,9 € pour Alten et 14,0 € pour Akka en 2019) et **15,4 €** (moyenne de 17,6 € pour Alten et 13,2 € pour Akka en 2020).

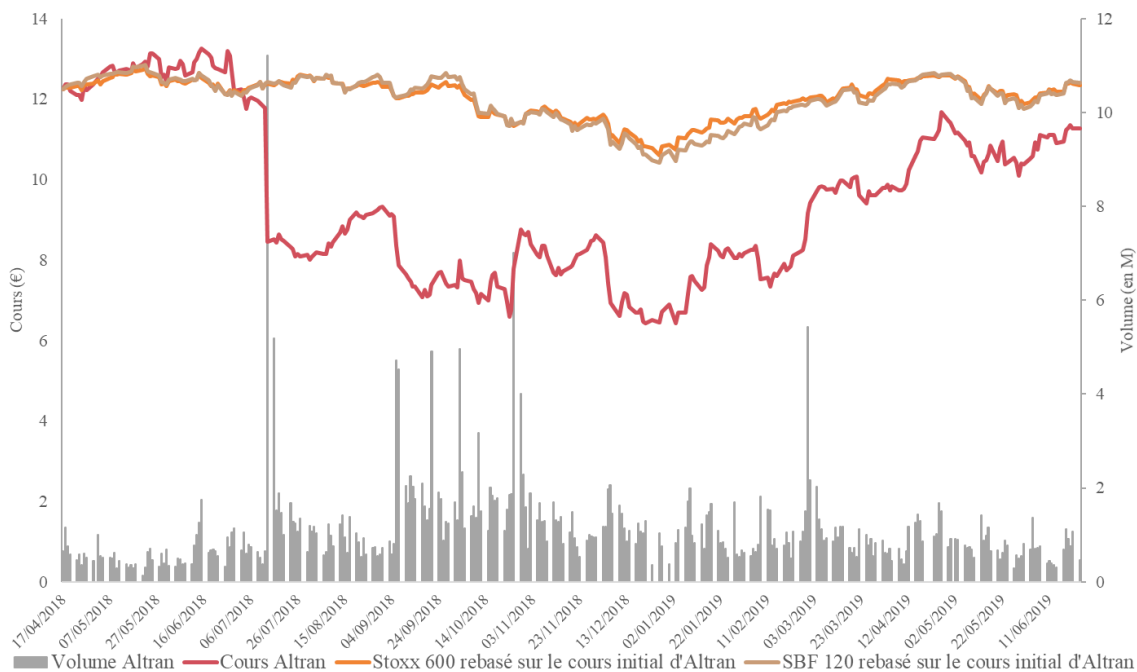
La valeur moyenne par action Altran qui ressort des multiples 2019 et 2020 d'Alten s'établit à **17,3 €** ; celle qui ressort des multiples d'Akka Technologies à **13,6 €**.

## 4. Références de valeur

### 4.1 Référence au cours de bourse

Le graphique suivant présente l'évolution du cours de l'action Altran, ainsi que les volumes échangés entre le 17 avril 2018, date de finalisation de l'augmentation de capital consécutive à la réalisation de l'acquisition d'Aricent le 20 mars 2018, et le 24 juin 2019, date d'annonce du projet d'OPA.

Evolution du cours de bourse d'Altran sur la période  
17/04/2018 – 24/06/2019



Source : Bloomberg

L'évolution historique du cours appelle les commentaires suivants :

- Entre l'augmentation de capital et le 12 juillet 2018, les cours de clôture se sont établis entre 12,0 € et 13,5 €, avec une moyenne de 12,9 euros ;
- A l'annonce, le 13 juillet 2018, de la découverte d'une fraude relative à des bons de commande fictifs chez Aricent, le cours a baissé de plus de 28% pour atteindre 8,6 €. La Société a réaffirmé à cette occasion : « *Le rationnel stratégique de l'acquisition d'Aricent est robuste et n'est pas affecté par cet incident.* ». Lors de la présentation des comptes semestriels 2018 le 6 septembre, la Société a ensuite indiqué que l'enquête externe avait confirmé le caractère isolé de l'incident ;
- Entre le 13 juillet 2018 et le 31 décembre 2018, le cours s'est établi entre 6,5 € et 9,5 € avec une moyenne de 8,0 €, pour finir l'année à 7,0 euros, soit une baisse de 18,5% depuis l'annonce de la fraude chez Aricent, à comparer à une baisse de 13,6% pour le SBF 120 et de 12,3% pour le Stoxx Europe 600 sur la même période. Les volumes d'échanges quotidiens se sont établis sur cette période à environ 1,6 million de titres soit 0,6% du capital, correspondant à 2,7x les volumes d'échanges moyens sur la période précédente (0,6 million d'actions en moyenne) ;
- Le cours a ensuite fortement progressé sur les 4 premiers mois de l'année 2019, pour atteindre 11,6 euros fin avril, soit une progression de +66% depuis le 1<sup>er</sup> janvier, dans des volumes quotidiens supérieurs à 1,0 million de titres, pour une progression des indices SBF 120 et Stoxx Europe 600 de respectivement +18% et +16% ;
- Le cours a baissé de 9% sur le mois de mai 2019 pour reprendre 9% sur juin et s'établir à 11,47 euros à la clôture du 24 juin 2019, suivant globalement la tendance des indices (-6,9% puis +5,5% pour le SBF 120 et -5,7% puis +4,0% pour le Stoxx Europe 600) ;
- Sur le mois de juin 2019 (jusqu'au 24), le cours s'est établi en moyenne à 11,2 euros (en cours de clôture comme en moyenne pondérée par les volumes) ;
- La volatilité du titre a augmenté de manière significative après l'annonce de la fraude chez Aricent<sup>11</sup>. Le cours de l'action Altran avant annonce de l'Offre doit donc être considéré avec prudence car il est le reflet d'une période de forte volatilité et

---

<sup>11</sup> La volatilité historique sur 30 j. était supérieure en moyenne à 40% sur le premier semestre 2019 (avant annonce de l'Offre) alors qu'elle était inférieure à 25% sur le premier semestre 2018

d'incertitude. Le cours de l'action pendant cette période doit donc être considéré avec prudence.

Ainsi, le cours d'Altran, qui atteignait 13,5 € mi-juin 2018 soit environ 1 an avant l'annonce du projet d'Offre (12,9 € en moyenne entre la finalisation de l'augmentation de capital et le 12 juillet), n'a jamais retrouvé ce niveau depuis l'annonce de la fraude chez Aricent, malgré les déclarations du management quant au caractère limité de celle-ci, à la création de valeur toujours attendue de cette acquisition et au caractère inchangé des objectifs du plan stratégique annoncé fin juin 2018. Nous précisons qu'entre le 15 juin 2018 et le 24 juin 2019, la valeur des indices SBF 120 et Stoxx Europe 600 est restée globalement inchangée (baisse de -1,4%).

Nous précisons par ailleurs que le niveau élevé de ventes à découvert sur l'action Altran<sup>12</sup> pourrait être de nature à créer une forte pression à la baisse sur le cours.

Nous rappelons enfin que le cours de bourse s'établit depuis plus d'un mois à un niveau supérieur au prix d'Offre de 14,0 €.

**Nous retenons comme référence de valeur : (i) le cours de la veille de l'annonce (11,47 €), proche du cours moyen observé sur juin 2019 (11,2 €) et (ii) le cours moyen de 12,9 € observé entre l'augmentation de capital et l'annonce de la fraude.**

Nous constatons que la baisse de cours entre 12,9 € et 11,47 € correspond à une perte de valeur d'environ 400 M€, soit près d'un quart de la valeur d'acquisition d'Aricent (1,7 Md€ en valeur d'entreprise) alors même que le management a rapidement confirmé le caractère isolé de la fraude identifiée.

#### **4.2 Achat du bloc d'actions d'Apax**

Concernant la référence à la transaction récente avec Apax Partners, nous considérons qu'elle doit être analysée avec précaution dès lors notamment que le prix de la transaction à **14,00 €** n'est pas définitif puisque s'ajouteront les éventuels compléments de prix en cas de surenchère ou de hausse du prix d'offre ou de cession par Capgemini de sa participation dans Altran (cf. déclaration de franchissement de seuil de Capgemini du 28 juin 2019).

---

<sup>12</sup> Une étude AMF de juillet 2019 sur les positions courtes rendues publiques fait état, au 1<sup>er</sup> juin 2019, de positions courtes sur Altran correspondant à 8,98% du capital, soit, sur ce critère, la société la plus vendue à découvert derrière le groupe Casino (12,34% du capital).

Une première transaction avait eu lieu en juin 2017<sup>13</sup> portant sur la moitié de la participation d'Apax dans Altran qui manifestait déjà clairement sa volonté de sortir du capital d'Altran. La durée de détention de la participation d'Apax dans Altran apparaît particulièrement longue. Il est tout de même rare de garder un investissement au-delà de 10 ans pour un fonds de private equity.

Dans ce contexte, on ne peut exclure notamment l'hypothèse de la nécessité de clôturer le fonds dont l'existence dépassait 12 années, et ainsi de céder au plus tôt la totalité de sa participation dans Altran, ce qui pourrait conduire à considérer cette dernière transaction comme contrainte et de fait n'exprimant pas une juste valeur (pour s'en assurer il faudrait consulter les statuts et la documentation du fonds qui ne sont pas à ce jour à notre disposition).

La souscription d'Apax à l'augmentation de capital d'Altran, décidée le 22 mars 2018, destinée à financer l'acquisition d'Aricent, ne contredit pas cette hypothèse car elle s'est faite à un prix de souscription très bas de 9,23 €, alors que le cours était d'environ 13,8 € dans les jours précédents et qu'Apax n'est pas allé au-delà de l'exercice de ses DPS. En effet, la dilution qu'aurait entraînée la non-souscription aurait constitué un préjudice important pour le fonds car la cession de ses DPS se serait faite avec une forte décote compte tenu de sa moindre liquidité et de la taille du bloc (11% du capital)<sup>14</sup>.

### 4.3 Prix cible des analystes

Les prix cibles moyen et médian du consensus d'analystes IBES (9 contributeurs) ressortaient, avant l'annonce du projet d'OPA (le 24 juin 2019), à respectivement 12,64 € et 13,15 €, soit une valeur centrale de 12,9 €.

A cette date, le prix cible minimum était de 7,1 € et le maximum de 17 €, avec un écart-type de 2,68 €. Cette écart-type correspond à 21% (coefficient de variation) du prix-cible

---

<sup>13</sup> Au prix de 15,0 euros par action, soit une valeur décotée par rapport au cours de bourse, qui s'établissait entre 15,9 euros et 16,5 euros au cours des dix séances de bourse précédentes

<sup>14</sup> Par ailleurs, dans le Rapport de la gérance 2018 d'Altamir il est indiqué :

« Engagements

*Le fonds Apax France VII est entièrement investi. Altamir a l'obligation d'accompagner ce fonds dans des investissements complémentaires dans les sociétés du portefeuille au prorata de son engagement initial. Altran avait annoncé en novembre 2017 la signature d'un accord en vue de l'acquisition d'Aricent. Apax Partners et Altamir, à travers leur holding Altrafin, avaient exprimé leur soutien à la transaction et leur intention de participer au prorata à l'émission de droits de 750M€ prévue pour financer une partie de la transaction. Altamir a ainsi investi 23,6M€ au cours de l'exercice, réduisant à 0 les engagements résiduels d'investissements au côté du fonds Apax France VII. »*

moyen du consensus. Ce niveau de dispersion apparaît élevé<sup>15</sup> et est de nature à relativiser la pertinence de cette référence.

Nous précisons également qu'à cette date, 78% des analystes recommandaient l'action à l'achat contre 57% en moyenne pour l'ensemble des sociétés du SBF 120.

Nous indiquons en outre qu'entre la finalisation de l'augmentation de capital le 17 avril 2018 et le 12 juillet 2018, veille de l'annonce de la fraude chez Aricent, le prix cible du consensus s'établissait en moyenne à un niveau proche de 17 € (16,8 euros de prix cible moyen et médian).

La baisse du prix cible entre 17 € et 13 € correspond ainsi à une perte de valeur d'environ 1,0 Md€, soit près de 60% de la valeur d'acquisition d'Aricent (1,7 Md€ en valeur d'entreprise). Le prix cible actuel de 13 € semble ainsi intégrer encore aujourd'hui une défiance importante des analystes vis-à-vis de la Société, alors que le caractère isolé de la fraude identifiée chez Aricent (10 M\$ représentant un montant d'environ 0,03 euro par action Altran), à l'origine de la chute du cours et du prix cible des analystes, a été confirmé dès septembre 2018 par le management.

---

<sup>15</sup> Seules 11,7% des sociétés de l'indice SBF 120 affichaient un ratio supérieur

### III. SYNERGIES

Capgemini et Altran ont indiqué, dans leur communiqué commun du 24 juin 2019, attendre de l'opération des synergies annuelles de coûts comprises entre 70 M€ et 100 M€ et un incrément de chiffre d'affaires compris entre 200 M€ et 350 M€.

Nous ne pouvons analyser les synergies potentielles résultant de ce rapprochement qu'à la lumière des déclarations publiques des deux sociétés.

Nous précisons toutefois que par comparaison avec d'autres opérations de rapprochement du secteur, certains analystes ont souligné le caractère potentiellement sous-évalué des synergies communiquées<sup>16</sup>.

L'existence de synergies est par ailleurs corroborée par la hausse significative du cours de Capgemini à l'annonce de l'Offre.

Nous avons calculé la juste valeur des synergies à partir des principales hypothèses suivantes :

- Impact sur la marge opérationnelle des synergies de CA, calculé selon deux hypothèses : (i) en appliquant le taux de marge sur coûts directs d'Altran en 2019 (29%, soit un niveau proche de celui de Capgemini de 27%) et (ii) en appliquant le taux de marge opérationnelle cible du plan stratégique (14,5%) ;
- Valeur des synergies une fois réalisées calculée sur la base d'un multiple de 12,4x, soit le multiple de marge opérationnelle 2019 correspondant au prix d'Offre de 14,0 euros ;
- Prise en compte de l'horizon de réalisation ainsi que des risques attachés à leur mise en œuvre, en retenant une décote de 20% (soit l'effet d'une actualisation à 3 ans au taux de 7,5%).

Rapportées au nombre d'actions Altran, ces synergies correspondent à une valeur comprise entre d'une part 3,9 € et 5,0 € (borne basse des estimations communiquées par Capgemini et Altran) et d'autre part entre 5,9 € et 7,9 € (borne haute) :

---

<sup>16</sup> « *we think synergies are on the cautious side, with room for short-term value creation* » Exane, 28 juin 2019



<i>En M€</i>		Min	Max
Coûts	(i)	70	100
CA		200	350
Incrément EBITA - Max	(ii)	58	102
Incrément EBITA - Min	(ii)'	29	51
Taux max : Marge sur coûts directs		29,0%	29,0%
Taux min : Marge EBITA Plan strat		14,5%	14,5%
Incrément EBITA total- Max	(iii)=(i)+(ii)	128	202
Incrément EBITA total- Min	(iii)'=(i)+(ii)'	99	151
xEBITA	(iv)	12,4x	12,4x
<b>Valeur avant décote - Max</b>	<b>(v)=(iii)x(iv)</b>	<b>1 587</b>	<b>2 499</b>
<b>Valeur après décote - Min</b>	<b>(v)'=(iii)'x(iv)</b>	<b>1 228</b>	<b>1 869</b>
x(1-Décote)		20,0%	20,0%
<b>=Valeur après décote - Max</b>		<b>1 270</b>	<b>1 999</b>
<b>=Valeur après décote - Min</b>		<b>982</b>	<b>1 495</b>
/ Nombre d'actions		254	254
<b>=Valeur par action - Max</b>		<b>5,0 €</b>	<b>7,9 €</b>
<b>=Valeur par action - Min</b>		<b>3,9 €</b>	<b>5,9 €</b>

Source : Information publique, Analyse Sorgem Evaluation

La moyenne de ces quatre chiffres conduit à une estimation des synergies de **5,7 €** par action Altran.

#### IV. CONCLUSION SUR L'INTERET D'APPORTER A L'OFFRE AU PRIX DE 14,00 EUROS PAR ACTION

Dans le cadre de l'OPA que Capgemini envisage de déposer sur les actions d'Altran, l'Association de Défense des Actionnaires Minoritaires (ADAM), qui assiste plusieurs actionnaires d'Altran dans la défense de leurs intérêts, nous a mandatés afin de donner notre avis sur le prix d'Offre de 14,00 euros par action Altran, en vue d'informer les actionnaires d'Altran sur l'intérêt d'apporter ou non leurs titres à l'Offre.

Il ressort de nos travaux d'évaluation que le prix d'Offre de 14,0 € est inférieur à la fourchette de valeurs qui ressort de la mise en œuvre de la Méthode DCF à partir des données du plan stratégique de la Société (*The High Road, Altran 2022*), laquelle s'établit entre 15,3 € et 19,0 €, avec **une valeur centrale de 17,0 €, hors synergies ou prime de contrôle.**

Même après prise en compte d'éventuels risques d'exécution du plan stratégique, le prix d'Offre reste inférieur à la valeur qui ressort de la Méthode DCF (15,3 €), étant à ce titre rappelé que le management d'Altran a confirmé à plusieurs reprises le caractère inchangé des objectifs du plan *The High Road, Altran 2022*.

Le prix d'Offre est par ailleurs en ligne avec la valeur qui ressort par analogie avec l'appréciation boursière d'Akka Technologies (13,6 €) mais est inférieur de près de 20% à celle ressortant de l'application des multiples boursiers d'**Alten (17,3 €), comparable jugé le plus pertinent** en termes de taille et d'exposition géographique et sectorielle.

Le prix d'Offre intègre une prime de 22% sur le cours pré-annonce (11,47 €). Par rapport au cours observé entre l'augmentation de capital finalisée en avril 2018 et l'annonce de la fraude chez Aricent en juillet 2018, soit 12,9 € (prix par ailleurs comparable au prix cible des analystes au 24 juin 2019), cette prime est inférieure à 10%. Malgré les déclarations du management quant au caractère limité de cette fraude, à la création de valeur toujours attendue de l'acquisition d'Aricent et au caractère inchangé des objectifs du plan stratégique annoncé fin juin 2018, le cours n'a en effet à ce jour pas retrouvé ses niveaux enregistrés entre avril et juin 2018.

La référence au **coût d'acquisition par Capgemini du bloc d'actions de 11% auprès d'Apax Partners, soit le prix de 14,0 €, doit être considérée avec prudence** dans la mesure où (i) ce prix est assorti d'éventuels compléments de prix en cas de surenchère ou de hausse du prix d'offre ou de cession par Capgemini de sa participation dans Altran, (ii) ce prix est susceptible de refléter une décote liée au caractère moins liquide d'un bloc d'actions de cette taille et (iii) l'hypothèse de la nécessité pour le fonds de céder compte tenu de la durée de détention de la participation dans Altran, ne peut être exclue.

A partir des informations communiquées par Capgemini et Altran, nous avons par ailleurs estimé **la valeur des synergies à 5,7 € par action Altran.**

En l'espèce, **l'existence de synergies est corroborée par la hausse significative du cours de Capgemini à l'annonce de l'Offre**, laquelle pourrait également intégrer la perception par le marché d'une sous-évaluation du prix d'Offre par rapport à la valeur intrinsèque d'Altran.

**Ainsi, sur la base de nos travaux, il ressort que le prix d'Offre de 14,0 euros est inférieur à la valeur intrinsèque de l'action Altran. De plus, il n'intègre aucun montant au titre des synergies pourtant significatives attendues de l'opération.**

Dans ces conditions, à la date de la présente note et dans les conditions actuelles de marché, l'actionnaire d'Altran qui n'apporterait pas ses titres à l'Offre au prix de 14,0 € sera susceptible de bénéficier dans le futur (i) d'une hausse de valeur en cas de convergence du cours vers la valeur intrinsèque de l'action et (ii) d'une partie des synergies au fur et à mesure de leur mise en œuvre (si Capgemini prend le contrôle d'Altran). Il bénéficierait également d'une valeur optionnelle liée à une éventuelle offre future mieux-disante de la part d'un autre initiateur (si Capgemini ne prend pas le contrôle d'Altran) ou à un retrait de cote potentiellement mieux valorisé.

L'actionnaire qui apporterait ses titres à l'Offre bénéficierait quant à lui d'une fenêtre de liquidité de ses titres à un prix extériorisant une prime par rapport au cours de bourse d'Altran avant annonce, lequel reste semble-t-il lui-même impacté par un effet de défiance vis-à-vis de la société suite à la fraude identifiée chez Aricent.

Fait à Paris, le 5 septembre 2019

Pour Sorgem Evaluation



Maurice Nussenbaum  
Managing Partner