



NexResearch

ACTEOS

(FR0000076861 – EOS)

FAIR VALUE : 6,1 EUROS

Données boursières 10/05/2006		Compte de résultat, M€	2004	2005	2006e	2007e
Dern. Cours	5,89 €	Chiffre d'affaires	7,3	11,7	11,8	14,7
Vol moyen (3m)	25 055	<i>Croissance du CA en %</i>		60%	1%	25%
Cap. Boursière, M€	16,33	Résultat d'exploitation	-1,02	-0,35	0,22	0,77
Nombre d'actions	2 772 000	<i>Marge d'exploitation en %</i>	-14%	-3%	1,82%	5,18%
Var. sur 1 an	2,76 - 8,56	Résultat Net	-0,95	-0,29	0,23	0,78
		<i>Marge nette en %</i>	-13%	-2,46%	1,91%	5,25%
		BNA €	(0,341)	(0,104)	0,082	0,28
		P/E			71,8	21

NOTRE OPINION

EN UTILISANT LA MOYENNE PONDEREE DES METHODES DCF, P/E ET VE/CA, NOUS OBTENONS UNE FAIR VALUE DE 6,1€ PAR ACTION, 3,6% AU-DESSUS DU DERNIER COURS

RESUME - CONCLUSION

Repassons par la case fondamentaux

Perdus dans le flot des spéculations, nous remettons à jour notre modèle suite aux publications des résultats 2005, du chiffre d'affaires T1 2006 et des guidances confirmées du groupe de 20 M€ de chiffre d'affaires avec une marge opérationnelle de 10% pour 2008. Ainsi, en nous basant sur les fondamentaux, nous obtenons un cours plancher de 6,1€. Mais avec de la spéculation, des rumeurs diverses et multiples, la probable entrée des FCPI dans le capital, il n'est pas étonnant de voir le titre s'envoler, titre qui pourrait atteindre les 8 ou 9€. Toujours est-il qu'en fondamental, la Fair Value est de 6,1€.

Au titre de l'exercice 2005, Acteos a réalisé un chiffre d'affaires de 11,7 M€, en hausse de 60% par rapport à 2004. Le groupe enregistre également un redressement de ses résultats avec des pertes d'exploitations et des pertes nettes divisées par 3. Ainsi, le résultat d'exploitation s'établit à -0,35 M et le résultat net du groupe, quant à lui ressort à -0,29 M€.

Quant au chiffre d'affaires du T1 2006, ce dernier ressort à 2,6 M€, en baisse de 13%, en raison d'un effet de base défavorable au T1 2005 qui intégrait une part substantielle du contrat avec Siemens USA. La « sortie » de Siemens et son impact négatif sur le chiffre d'affaires étant prévisible.

Acteos reste confiant et confirme ses objectifs de maintien de son volume d'activité et de retour à la rentabilité sur l'exercice 2006. Des mesures sont d'ailleurs mises en place afin de consolider cette dynamique de croissance et de restauration de la rentabilité. Notons par exemple un enrichissement des offres, une intensification des efforts commerciaux...qui porteront partiellement leurs fruits sur l'exercice 2006.

A l'horizon 2008, Acteos se donne pour objectifs d'atteindre un chiffre d'affaires de 20 M€ en organique associé à une marge opérationnelle de 10 %. Rebond qui devrait s'appuyer pour partie sur les effets des actions engagées en 2006. Notons que ces guidances seront atteintes avec des taux de croissance du chiffre d'affaires supérieurs à 20 % sur les deux prochaines années ainsi qu'un résultat d'exploitation multiplié par 3 en 2007, puis par 2 en 2008.

FAITS MARQUANTS

Chiffre d'affaires 2005

Sur l'ensemble de l'exercice 2005, Acteos a réalisé un chiffre d'affaires de 11,7 M€, en hausse de 60% par rapport à 2004. Cette progression est réalisée uniquement en organique.

Cette croissance est à mettre principalement au crédit de la filiale allemande dont le chiffre d'affaires progresse de 108% pour atteindre 5,9 M€, portée par le contrat Siemens Medical USA. En France, l'exercice 2005 est également positif avec une progression du chiffre d'affaires de près de 29% à 5,7 M€.

Toutefois, une décroissance du carnet de commande était à noter. En effet, ce dernier ressortait à 2,8 M€ fin décembre 2005 contre 3,7 M€ en Août 2005. Le facteur explicatif majeur était la fin de l'accord avec Siemens.

Cette sortie de Siemens impacte donc négativement sur le chiffre d'affaires, en témoigne le chiffre d'affaires enregistré par Acteos **sur le T1 2006** de 2,6 M€, en baisse de 13% par rapport à la même période de l'exercice précédent.

Cohse GmbH devient Acteos GmbH

Depuis le 15 avril, Cohse GmbH, filiale allemande du groupe Acteos a adopté le nom d'Acteos GmbH. Le groupe souhaite en effet faciliter la mise en place de synergies entre ses filiales. La compétence d'Acteos Allemagne dans le « Field Service Management » et en particulier la logistique après vente permet à Acteos, au-delà de la Supply Chain qui reste son cœur de métier, de renforcer sa spécificité de spécialiste du pilotage et l'optimisation des ressources mobiles.

De nouvelles orientations stratégiques

L'année 2006 devrait être marquée par une accélération dans l'innovation et l'enrichissement des offres, une intensification des efforts commerciaux tant auprès de la base installée que de nouveaux prospects, de nouveaux gains sur la structure de charges grâce à la montée en régime de la structure offshore de développement et d'accompagnement de projet Acteos Liban.

Ces orientations devraient porter partiellement leurs fruits sur l'exercice 2006.

Les objectifs d'Acteos

A l'horizon 2008, Acteos se donne pour objectif d'atteindre un chiffre d'affaires supérieur à 20 M€ en croissance organique associé à une marge opérationnelle de 10%. Selon Acteos, ce rebond s'appuiera sur les effets positifs des actions entreprises en 2006, ainsi que de recherche de nouvelles opportunités de croissance externe.

VALORISATION

En utilisant la moyenne pondérée des méthodes DCF, P/E et VE/CA, nous obtenons une Fair Value de 6,1 € par action, 3,6% au-dessus du dernier cours.

	Poids	Fair Value
DCF	33%	6,22
Valorisation VE/CA 07	33%	6,92
Valorisation par P/E 07	33%	5,06
Fair Value		6,1 €

Source : Nexresearch

DCF

Estimation des FCF	2006e	2007e	2008e	2009e	2010e
CA	11 832	14 790	19 227	23 073	26 534
croissance CA	1,0%	25,0%	30,0%	20,0%	15,0%
EBIT	216	766	1 859	2 050	2 273
marge EBIT	1,82%	5,18%	9,67%	10,3%	10,9%
EBIT*(1-tax)	216	766	1 859	2 050	2 273
+ Dotations aux amortissements	444	360	360	300	275
- Investissements nets	100	150	120	120	120
- Augmentation du BFR	500	650	700	600	550
= Free Cash Flow (FCF)	60	326	1 399	1 630	1 878
Valeur résiduelle					18 689

Source : Nexresearch

Coût moyen pondéré du capital (WACC)	
Facteur beta	1,1
Prime de risque du marché	8,0%
Taux sans risque	4,0%
Coût des capitaux propres	12,8%
Part des fonds propres dans l'entreprise	100%
Coût de la dette	5,0%
Taux marginal d'imposition	34,3%
Coût de la dette après impôt	3,3%
Part des dettes dans l'entreprise	0%
Coût moyen pondéré du capital (WACC)	12,8%
Taux de croissance à l'infini	2,5%

Source : Nexresearch

Discounted Cash Flow	
Valeur présente de FCF	3 744
+ Valeur présente de VR	11 544
= Valeur d'entreprise	15 288
- Dettes nettes	-1 944
= Valeur	17 232
Fair Value	6,22 €

Source : Nexresearch

Valorisation par les comparables

Comparables	Cours	Capit, M	VE	VE/CA 06	VE/CA 07	PE 2006	PE 2007
ILOG	13,52 €	248,29	197,89	1,44	1,23	35,94	21,11
ALTI	21,33 €	46,87	43,17	0,67	0,58	17,08	13,32
Keyrus	5,45 €	87,14	77,34	1,19	1,10	32,1	21,1
Coheris	7,07 €	37,62	37,209	1,39	1,35	27,79	15,05
Médiane				1,29	1,17	29,95	18,08

Valorisation VE/CA	K€
CA 2007e	14 790
VE/CA comparable, 2007e	1,17
= Valeur d'entreprise	17 230
- Dettes nettes	-1 944
Valeur	19 174
Fair Value	6,92 €

Source : Nexresearch

Valorisation P/E	
BPA 07E	0,280
P/E Comparables 06E	18,08
Fair Value	5,06 €

Source : Nexresearch

NOTRE MODELE

En k€	2004	2005	2006e	2007e	2008e
Chiffre d'affaires	7 299	11 715	11 832	14 790	19 227
<i>Croissance du chiffre d'affaires</i>		60,50%	1,00%	25,00%	30,00%
Achats Consommés	1 720	5 076	4 717	5 542	6 700
Charges de personnel	4 081	4 425	4 335	5 338	6 731
Autres charges d'exploitation	2 026	2 148	2 148	2 631	3 284
Impôts et taxes	33	65	65	80	102
Dotations aux amortissements	338	310	310	382	486
Dotations aux provisions	106	50	50	62	78
Autres charges et produits d'exploitation	14	-8	-8	-10	-13
Total charges d'exploitation	8 318	12 066	11 617	14 024	17 369
Résultat d'exploitation	-1 019	-351	216	766	1 859
<i>Marge d'exploitation</i>	-13,96%	-3,00%	1,82%	5,18%	9,67%
Produits de trésorerie	1,59	20,38	1,60	1,63	1,66
Coût de l'endettement financier brut	2,57	0,69	0,66	0,64	0,62
Coût de l'endettement financier net	-0,98	19,69	0,94	1,00	1,05
Autres produits et charges financières	52,93	36,08	10	10	9
Impôts	21,21	6,73	0,00	0,00	7,00
Résultat net de l'ensemble consolidé	-945	-288,50	226,56	776,56	1 875,61
Intérêts minoritaires	-0,08	0,1	0	0	0
RESULTAT NET PART DU GROUPE	-945	-288	227	777	1 876
<i>Marge nette</i>	-12,95%	-2,46%	1,91%	5,25%	9,75%
Résultat par action	-0,341	-0,104	0,082	0,280	0,677
Nombre d'actions	2 772	2 772	2 772	2 772	2 772

Source : Nexresearch

Acteos a annoncé s'attendre à un chiffre d'affaires de 20 M€ en organique associé à une marge opérationnelle de 10 % en 2008. Afin d'atteindre ces objectifs, Acteos s'appuiera pour partie sur les mesures mises en place en 2006 telles que par exemple une accélération dans l'innovation, un

enrichissement des offres, une redéfinition de la politique commerciale et marketing, des gains sur la structure de charges.

Notons que ces guidances seront atteintes avec des taux de croissance du chiffre d'affaires supérieurs à 20% sur les deux prochaines années ainsi qu'un résultat d'exploitation multiplié par 3 en 2007, puis par 2 en 2008.

Notons que la situation financière du groupe est marquée par une absence d'endettement et une trésorerie excédentaire nette de 1,9 M€ au 31 décembre 2005.

GRAPHIQUE ACTEOS



Source : Boursorama

NexFinance est une société d'analyse et d'ingénierie financière dont les analystes adhèrent à l'éthique et aux normes du CFA Institute. Les informations exprimées dans cette étude sont soumises seulement à titre informatif et ne sont en aucune façon une offre ou une sollicitation d'acheter ou de vendre les instruments financiers mentionnés ci-dessus. Les informations exposées dans ces analyses et/ou études sont issues de sources dignes de foi. La responsabilité de NexFinance ne saurait être engagée, directement ou indirectement, en cas d'erreur ou d'omission. Chaque utilisateur s'engage à effectuer de façon indépendante sa propre vérification des données ainsi que sa propre évaluation de l'opportunité et de l'adaptation à ses besoins des opérations proposées, notamment en ce qui concerne les aspects juridiques, fiscaux et/ou comptables. L'utilisateur reste ainsi seul maître de l'opportunité de ses propres investissements et dégage la société NexFinance de toute responsabilité pour les informations, analyses, recommandations, tendances et/ou idées de produits d'investissement que cette étude a pu exposer. Ni les analystes, ni NexFinance ne possèdent de valeurs mobilières émises par les sociétés sujettes à nos analyses.

Vous pouvez trouver plus d'information sur notre site Internet www.nexresearch.fr

En applications des règlements de l'AMF et du codes des sociétés et des marchés financiers, nous publions les informations suivantes : Montages d'opérations financières : néant, intérêt personnel de l'analyste : néant, prestations de conseils : néant, communications préalable à l'émetteur : non. Ce document ne peut pas être distribué au Royaume Uni, sauf aux personnes autorisées ou exemptées sous le UK Financial Securities Act 186 et l'article 11 (13) du Financial Securities Act. Ce document ne peut pas être distribué ou disséminé aux États Unis ou dans ses possessions. Les valeurs mobilières sujettes de cette étude n'ont pas été enregistrées avec le Securities and Exchange Commission et envoyer cette étude à un résident des États Unis est interdit.