

7 Février 2007



NexResearch

# ACTEOS

(FR0000076861 – EOS)  
NEUTRE. FV : 5,16 EUROS

Données boursières		K €	2006e	2007e	2008e
Dern. Cours	5,36 €	Chiffre d'Affaires	10 200	12 974	16 996
Vol moyen (3m):	15755	Résultat opérationnel	-79	517	1 191
Cap. Boursière, M€	14,86	Marge opérationnelle	-0,78%	3,98%	7,01%
Nombre d'actions, M	2,77	RN part du Groupe	-68	527	1 208
Var. sur 1 an:	8,56/2,76	Marge nette, %	-0,67%	4,06%	7,11%
VE, M€	12,91	BNA dilue, €	-0,02	0,19	0,44
		P/E	-217,36	28,18	12,30
Dettes nettes, M€	-1,94	VE/CA	1,27	1,00	0,76

Source : Nexresearch

## NOTRE OPINION

EN UTILISANT LA MOYENNE PONDEREE DES METHODES DCF, P/E ET VE/CA, NOUS OBTENONS UNE FAIR VALUE DE 5,16€ PAR ACTION, 3,74% EN DESSOUS DU DERNIER COURS

## RESUME - CONCLUSION

**Acteos devrait publier un CA 06 en baisse et bien sûr, bien au dessous de nos prévisions. La société a aussi annoncé que le résultat net sera négatif.**

**Bien que ces résultats semblent peu flatteurs, nous notons néanmoins que les difficultés rencontrées par l'entreprise sont en train de s'infléchir et nous tablons sur une croissance soutenue du CA pour 2007 ainsi qu'une forte amélioration de la marge opérationnelle. Acteos a souffert d'effets de base défavorables, notamment en Allemagne, qui a marqué un repli d'activité de 17%. Cependant, des contrats signés en 2006 prendront effet cette année et viendront dynamiser la croissance, d'autant qu'après avoir doublé sa force de vente en Allemagne, la direction compte axer son développement 2007 sur l'équipe commerciale française.**

**Ces résultats nous mènent à revoir à la baisse notre fair value de 6,10 à 5,16€ et à réitérer notre avis neutre sur le titre, dans l'attente de meilleures nouvelles ; ces bonnes nouvelles n'étant pas à exclure.**

## VALORISATION

En utilisant la moyenne pondérée des méthodes DCF, P/E07 et VE/CA07, nous obtenons une Fair Value de 5,16€ par action, 3,74% en dessous du dernier cours.

	Poids	Fair Value
DCF	33%	6,42
Valorisation VE/CA 07	33%	6,15
Valorisation par P/E 07	33%	2,90
<b>Fair Value</b>		<b>5,16 €</b>

Source : Nexresearch

### DCF

Coût moyen pondéré du capital (WACC)	
Cours, €	5,36
Nombre d'actions, M	2,8
Capitalisation, K€	14,9
Facteur beta	1,0
Prime de risque du marché	8,0%
Taux sans risque	4,0%
<b>Coût des capitaux propres</b>	<b>11,7%</b>
Part des fonds propres dans l'entreprise	100%
Coût de la dette	5,0%
Taux marginal d'imposition	34,3%
<b>Coût de la dette après impôt</b>	<b>3,3%</b>
Part des dettes dans l'entreprise	0%
<b>Coût moyen pondéré du capital (WACC)</b>	<b>11,7%</b>
<b>Taux de croissance à l'infini</b>	<b>3,0%</b>

Source : Nexresearch

Estimation des FCF,€	2007e	2008e	2009e	2010e
<b>CA</b>	<b>12 974</b>	<b>16 996</b>	<b>21 670</b>	<b>27 088</b>
croissance CA	27,2%	31,0%	27,5%	25,0%
<b>EBIT</b>	<b>517</b>	<b>1 191</b>	<b>1 282</b>	<b>1 387</b>
marge EBIT	3,98%	7,01%	7,7%	8,2%
<b>EBIT*(1-tax)</b>	<b>517</b>	<b>1 191</b>	<b>1 282</b>	<b>1 387</b>
+ Dotations aux amortissements	<b>360</b>	<b>310</b>	<b>300</b>	<b>275</b>
- Investissements nets	<b>110</b>	<b>120</b>	<b>120</b>	<b>120</b>
- Augmentation du BFR	<b>470</b>	<b>550</b>	<b>620</b>	<b>650</b>
<b>= Free Cash Flow (FCF)</b>	<b>297</b>	<b>831</b>	<b>842</b>	<b>892</b>
<b>Valeur résiduelle (VR)</b>				<b>10 586</b>

Source : Nexresearch

Discounted Cash Flow	
Valeur présente de FCF	8 998
+ Valeur présente de VR	6 868
= Valeur d'entreprise	15 866
- Dettes nettes	-1 944
= Valeur	17 810
<b>Fair Value</b>	<b>6,42 €</b>

Source : Nexresearch

## Valorisation par les comparables

Source : Nexresearch

Comparables	Cours	Capit, M	VE	VE/CA 07	PE 2007
<b>France</b>					
ILOG	13,52 €	248,29	197,89	1,23	22,61
ALTI	21,33 €	46,87	43,17	0,58	14,06
Keyrus	5,45 €	87,14	77,34	1,10	14,41
Coheris	7,07 €	37,62	37,209	1,35	16,07
<b>Médiane</b>				<b>1,17</b>	<b>15,24</b>

Valorisation VE/CA	K€
CA 2007e	12 974
VE/CA comparable, 2007e	1,17
= Valeur d'entreprise	15115
- Dettes nettes	-1 944
Valeur	17 059
<b>Fair Value</b>	<b>6,15 €</b>

Source : Nexresearch

Valorisation P/E	
BPA 07E	0,190
P/E Comparables 07E	15,24
<b>Fair Value</b>	<b>2,90 €</b>

Source : Nexresearch

## PROJECTIONS FINANCIERES

k€	2006	2007	2008
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>10 200</b>	<b>12 974</b>	<b>16 996</b>
<i>Croissance du chiffre d'affaires, %</i>	-12,93%	27,20%	31,00%
Achats Consommés	4 331	5 124	6 511
Charges de personnel	3 737	4 611	5 859
Autres charges d'exploitation	1 852	2 284	2 873
Impôts et taxes	56	70	90
Dotations aux amortissements	267	323	415
Dotations aux provisions	43	54	69
Autres charges et produits d'exploitation	-7	-9	-11
<b>Résultat d'exploitation</b>	<b>-79</b>	<b>517</b>	<b>1 191</b>
<i>Marge opérationnelle</i>	-0,78%	3,98%	7,01%
Produits de trésorerie	1,60	1,63	1,66
Coût de l'endettement financier brut	0,66	0,64	0,62
Coût de l'endettement financier net	0,94	1,00	1,05
Autres produits et charges financières	10	10	9
Impôts	0,00	0,00	7,00
<b>Résultat Net</b>	<b>-68</b>	<b>527</b>	<b>1 208</b>
<i>Marge nette</i>	-0,67%	4,06%	7,11%
Résultat par action	-0,025	0,190	0,436
Nombre d'actions	2772	2772	2772

**NFinance Holdings** 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 ces études sont issues de sources dignes de foi. La responsabilité de NFinance Holdings 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 NFinance Holdings 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 NFinance 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](http://www.nexresearch.fr).

En application des règlements de l'AMF et du code 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 préalables 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 sujet de cette étude n'ont pas été enregistrées avec la Securities and Exchange Commission et envoyer cette étude à un résident des États-Unis est interdit.