

INDEPENDENT RESEARCH  
UPDATE

14 décembre 2015

TMT

Bloomberg	ATO FP
Reuters	ATOS.PA
+Haut /+Bas 12 mois (EUR)	79,3 / 55,8
Capitalisation Boursière (MEUR)	7 941
Valeur d'Entreprise	7 264
Volume moyen 6 mois (000 actions)	404,5
Flottant	82,8%
TMVA BPA (3 ans)	25,8%
Gearing (12/14)	-29%
Rendement (12/15e)	1,17%

Fin Décembre	12/14	12/15e	12/16e	12/17e
C. d'affaires (M€)	9 051	10 736	12 128	12 572
EBITA €m)	725,0	911,0	1 076	1 226
Op.Margin (%)	8,0	8,5	8,9	9,8
BPA dilué (€)	4,31	5,66	6,96	8,59
EV/CA	0,8x	0,7x	0,6x	0,4x
EV/EBITDA	6,9x	5,7x	4,6x	3,3x
EV/EBITA	9,6x	8,0x	6,5x	4,6x
P/E	17,8x	13,6x	11,0x	9,0x
ROCE	25,4	24,6	30,6	46,6



# Atos

## Les synergies avant la croissance organique

**Fair Value 94EUR vs. 85EUR (cours 76,90EUR) ACHAT**

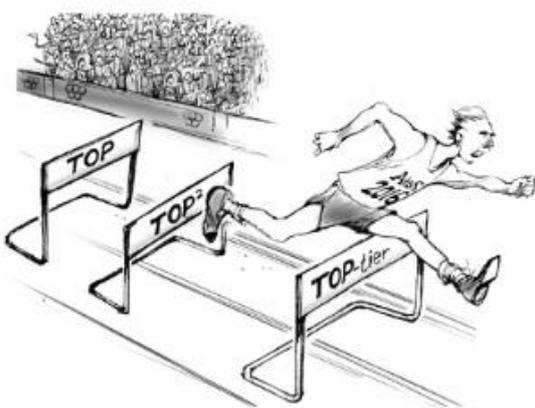
Nous réitérons notre opinion Achat et relevons notre *fair value* issue d'un DCF à 94 EUR (vs. 85 EUR) après prise en compte d'Unify - dont Atos ne conserverait que les Services - et d'Equens. Nos scénarii font état pour ces deux acquisitions d'une relation totale sur les EPS proche de 20% et d'une marge op. d'environ 10% dès 2018. Nous actons que la faible croissance organique va perdurer et misons avant tout sur les synergies de coûts pour justifier notre Achat sur le titre.

■ **N'achetez pas pour la croissance organique.** Atos, très centré sur des métiers Infogérance/BPO (est. 55% du CA 2016e) structurellement stables, ne peut générer qu'une faible croissance organique d'ici 2018. En revanche, la bonne tenue de Worldline et de la division « Big data & Cyber-sécurité » et un redressement du Conseil & Intégration de Systèmes permettent d'espérer croître au-delà de 2-3% à plus long terme.

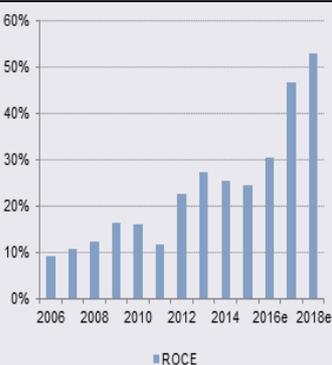
■ **Unify et Equens créent de nouvelles opportunités de synergies.** Le projet d'acquisition d'Unify (issu de Siemens) avec la volonté de n'en conserver que l'activité Services d'ici début 2017 devrait permettre à Atos de générer une relation d'environ 15% sur son EPS dès 2017. Le projet de rachat d'Equens via sa filiale Worldline en partie sous la forme d'une coentreprise devrait être selon nous relatif de 4-5% sur l'EPS dès 2018.

■ **Atos ou la construction par acquisition : une stratégie assumée.** Atos s'est construit par rachats, et cela fait partie de ses « gènes ». Depuis l'arrivée de Thierry Breton à sa tête, le groupe a réalisé un « sans-faute » dans l'intégration de ses acquisitions et la délivrance de synergies de coûts (SIS, Bull, Xerox ITO, et bientôt Unify et Equens).

■ **Valorisation : l'argument des synergies.** Nous actons le fait qu'Atos ne bénéficie pas d'un statut de croissance. Toutefois, l'anticipation de synergies réussies nous semble un argument pour acheter l'action, qui se paye sur des multiples EV/EBIT de 8.0x 2015e et 6.5x 2016e.



	<b>Analyst:</b>	<b>Sector Analyst Team:</b>
	<b>Gregory Ramirez</b>	Richard-Maxime Beaudoux
	33(0) 1 56 68 75 91	Thomas Coudry
	gramirez@bryangarnier.com	Dorian Terral



### Activités

Atos est la deuxième plus grande SSIH en Europe, employant plus de 92 000 personnes. Le groupe génère 53% de son CA en Infogérance, 31% en Conseil & Intégration de Systèmes, 5% dans le Big Data et la Cyber-sécurité, et 11% dans les Services transactionnels (Worldline). Au niveau géographique, le Royaume-Uni pèse 20% du CA hors Worldline, suivi par la France (18%), l'Allemagne (16%), l'Amérique du Nord (14%), et le Benelux et les Pays nordiques (11%). Industrie/Distribution/Transport est le premier secteur contributeur au CA (32%), suivi par Gouvernement/Santé (29%), Telecom/Media/Services aux collectivités (20%), et Services Financiers (18%).

Simplified Profit & Loss Account (EURm)	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e	2018e
Revenues	8 844	8 615	9 051	10 736	12 128	12 572	12 823
Change (%)	29,8%	-2,6%	5,1%	18,6%	13,0%	3,7%	2,0%
lfl change (%)	0,8%	-0,9%	-1,1%	0,4%	0,2%	1,2%	2,0%
Adjusted EBITDA	835	948	1 012	1 274	1 515	1 690	1 791
Depreciation & amortisation	-238	-286	-288	-363	-439	-464	-468
Adjusted EBIT	597	662	725	911	1 076	1 226	1 323
EBIT	381	417	440	577	665	915	1 029
Change (%)	9,7%	9,2%	5,7%	31,1%	15,2%	37,5%	12,5%
Financial results	-52,0	-63,0	-52,0	-22,0	-40,0	-29,0	-24,0
Pre-Tax profits	329	354	388	555	625	886	1 005
Exceptionals	0,0	0,0	0,0	0,0	10,0	0,0	0,0
Tax	-103	-96,0	-104	-138	-141	-158	-186
Profits from associates	1,0	2,0	-2,0	-1,0	-1,0	0,0	0,0
Minority interests	4,0	-2,0	17,0	34,0	37,0	42,0	46,0
Net profit	224	262	265	382	457	685	772
Restated net profit	373	424	447	593	734	908	984
Change (%)	52,9%	13,7%	5,4%	32,7%	23,8%	23,7%	8,4%

### Cash Flow Statement (EURm)

Operating cash flows	489	502	549	803	958	1 162	1 361
Change in working capital	82,0	111	105	41,0	137	10,0	14,0
Capex, net	-290	-306	-345	-433	-520	-520	-520
Financial investments, net	22,0	8,0	12,0	6,0	0,0	0,0	0,0
Acquisitions, net	98,0	-26,0	-265	-900	-474	600	0,0
Dividends	-16,0	-23,0	-40,0	-31,0	-93,0	-114	-145
Other	-50,0	-134	162	138	277	231	110
Net debt	-232	-905	-989	-677	-962	-2 331	-3 151
Free Cash flow	281	307	309	411	575	652	855

### Balance Sheet (EURm)

Tangible fixed assets	668	619	694	738	795	828	858
Intangibles assets & goodwill	2 406	2 361	3 275	4 107	4 479	3 767	3 656
Investments	399	377	231	224	223	222	222
Deferred tax assets	363	337	420	420	420	420	420
Current assets	2 454	2 203	2 800	3 374	3 746	3 900	3 979
Cash & equivalents	1 160	1 306	1 620	1 620	1 905	3 274	4 094
Total assets	7 449	7 202	9 039	10 483	11 566	12 411	13 228
Shareholders' equity	2 379	2 939	3 402	3 800	4 001	4 615	5 289
Provisions	1 143	1 026	1 616	1 735	2 109	2 176	2 227
Deferred tax liabilities	192	148	66,0	66,0	66,0	66,0	66,0
L & ST Debt	928	401	631	943	943	943	943
Current liabilities	2 807	2 689	3 323	3 939	4 447	4 611	4 704
Total Liabilities	7 449	7 202	9 039	10 483	11 566	12 411	13 228
Capital employed	2 147	2 034	2 413	3 123	3 039	2 284	2 138

### Ratios

Operating margin	6,80	7,70	8,00	8,50	8,90	9,80	10,30
Tax rate	31,30	27,10	26,80	24,90	22,60	17,80	18,50
Net margin	2,60	3,00	3,10	3,90	4,00	5,70	6,30
ROE (after tax)	9,40	8,90	7,80	10,10	11,40	14,80	14,60
ROCE (after tax)	22,60	27,30	25,40	24,60	30,60	46,60	53,00
Gearing	-10,00	-31,00	-29,00	-18,00	-24,00	-51,00	-60,00
Pay out ratio	22,80	25,90	30,40	24,30	24,90	21,10	20,70
Number of shares, diluted	103	102	104	105	105	106	106

### Data per Share (EUR)

EPS	2,63	2,70	2,63	3,70	4,42	6,63	7,48
Restated EPS	3,60	4,16	4,31	5,66	6,96	8,59	9,27
% change	32,4%	15,6%	3,6%	31,3%	23,0%	23,4%	7,9%
EPS bef. GDW	3,60	4,16	4,31	5,66	6,96	8,59	9,27
BVPS	23,01	28,84	32,77	36,22	37,96	43,66	49,85
Operating cash flows	4,73	4,93	5,29	7,65	9,09	10,99	12,83
FCF	2,72	3,01	2,98	3,92	5,46	6,17	8,06
Net dividend	0,60	0,70	0,80	0,90	1,10	1,40	1,55

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

# 1. Toujours sous-valorisé

## 1.1. Modèle DCF: 94 EUR par action

Notre *fair value* de 94 EUR obtenue à partir d'un modèle DCF intègre une marge d'EBIT ajustée de 10% à moyen terme

**Fig. 1: Hypothèses DCF**

Risk-free interest rate	2,0%
Equity risk premium	6,4%
Beta	1,35
Return expected on equity	10,6%
Stock price (EUR)	76,9
Number of shares (m)	103,27
Market Capitalisation (EURm)	7 941
Net debt on 31/12/2016e (EURm)	-962
Entreprise value (EURm)	6 979
Interest rate on debt	2,3%
Tax rate	26,0%
Sales growth rate to perpetuity	2,5%
WACC	10,6%

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

**Fig. 2: FCF actualisés**

in EURm (FYE 31/12)	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Sales	10 736	12 128	12 572	12 823	13 079	13 341	13 608	13 880	14 158	14 441	14 730	15 025
% chg	18,6%	13,0%	3,7%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Operating profit	911	1 076	1 226	1 323	1 308	1 334	1 361	1 388	1 416	1 444	1 473	1 503
as a % of sales	8,5%	8,9%	9,8%	10,3%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Theoretical tax rate	24,8%	22,5%	17,8%	18,5%	26,0%	26,0%	26,0%	26,0%	26,0%	26,0%	26,0%	26,0%
Theoretical tax	226	242	218	245	340	347	354	361	368	375	383	391
NOPAT	685	834	1 008	1 078	968	987	1 007	1 027	1 048	1 069	1 090	1 112
Depreciation	383	459	485	488	458	467	476	486	496	505	516	526
as a % of sales	3,6%	3,8%	3,9%	3,8%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Capex	473	520	520	520	458	467	476	486	496	505	516	526
as a % of sales	4,4%	4,3%	4,1%	4,1%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
WCR	-564	-701	-711	-725	-916	-934	-953	-972	-991	-1 011	-1 031	-1 052
as a % of sales	-5,3%	-5,8%	-5,7%	-5,7%	-7,0%	-7,0%	-7,0%	-7,0%	-7,0%	-7,0%	-7,0%	-7,0%
Change in WCR	-41	-137	-10	-14	-191	-18	-19	-19	-19	-20	-20	-21
Free cash flows	636	910	983	1 060	1 159	1 005	1 026	1 046	1 067	1 089	1 110	1 133
Discounted free cash flows	636	823	804	783	775	607	561	517	477	440	405	374
Sum of discounted FCF	6 192											
Terminal value	5 107											
Enterprise value	11 299											
Fair value of associates	-2											
Fair value of financial assets	225											
Provisions	2 109											
Fair value minority interests	846											
Dilution (s/o, warrants, conv bds)	72											
NPV of tax credits	420											
Net debt on 31/12/2016e	-962											
Equity value	10 021											
Diluted nbr of shares (m)	106,13											
<b>Valuation per share (EUR)</b>	<b>94</b>											

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Nous obtenons une valorisation par modèle DCF de 94 EUR, soit 22% au-dessus du cours actuel, sur la base d'un taux sans risque de 2%, d'une prime de risque actions de 6.4%, et d'un bêta de 1.35.

**Fig. 3: Analyse de sensibilité - marge d'EBIT et CMPC (EUR)**

	EBIT margin					
	78	8,0%	9,0%	10,0%	11,0%	12,0%
WACC	9,5%	91	101	111	120	130
	10,0%	85	94	103	112	120
	10,6%	78	86	<b>94</b>	103	111
	11,0%	74	82	90	97	105
	11,5%	70	77	84	91	98

Source: Bryan, Garnier & Co. ests.

Notre changement de *fair value* de 85 EUR à 94 EUR se justifie:

- 1). Par un impact négatif de nos prévisions d'EPS ajustés (+1% pour 2015e, -6% pour 2016e et -7% pour 2017e) compte tenu de nos anticipations de moindre croissance = -5 EUR ;
- 2). Du « roll-over » de notre modèle DCF à 2016 = +5 EUR ;
- 3). Par l'impact positif de l'acquisition d'Unify (avec cession de l'activité Produits fin 2016 ou début 2017), que nous consolidons à compter de février 2016 = +6 EUR ;
- 4). Par l'impact positif de l'acquisition d'Equens, que nous consolidons à compter de mai 2016 = +3 EUR.

## 1.2. Analyse de la performance du titre

La performance de l'action Atos, tirée par les acquisitions et les synergies, est bonne depuis un an, mais reste nettement inférieure à celle de ses concurrents.

L'action Atos est en hausse de 32% depuis un an, ce qui est une sous-performance par rapport à Accenture (+41%), Capgemini (+45%) et Sopra Steria (+71%). Sur 6 mois, la hausse est de 12%, contre +11% pour Accenture, +7% pour Capgemini et +27% pour Sopra Steria. Après le creux de mi-septembre 2011 (30.9 EUR), le cours avait connu une progression continue (+128%) jusqu'au plus haut historique (70.5 EUR) depuis 2001 atteint le 28/02/2014 à la faveur de la réussite du plan TOP<sup>2</sup> et de l'intégration réussie de SIS. Le titre a chuté de 25% pour atteindre 52.5 EUR le 11/11/2014, pour la non-atteinte de l'objectif de croissance organique positive pour 2014 et des arbitrages en défaveur d'Atos en raison de l'introduction en Bourse de Worldline en juillet 2014. Depuis lors, le titre a rebondi de 51% jusqu'à 79.3 EUR le 7/12/2015, poussé par les acquisitions de Xerox ITO, d'Unify et d'Equens, et deux révisions en hausse d'objectifs de synergies de coûts 2016 avec Bull (80 M EUR en mai 2014, puis 80-100 M EUR en février 2015, puis 110-120 M EUR en juillet 2015).

**Fig. 4: Atos vs. DJ Technology, DJ EuroSTOXX et Capgemini**



Source: Thomson Reuters.

Sur la base du multiples EV/EBIT 2016e, Atos possède une décote de 35-40% par rapport à la moyenne des principales SSII européennes, de 25-30% par rapport à la moyenne américaine, et de 45-50% par rapport à la moyenne indienne, comme indiqué ci-dessous :

**Fig. 5: Tableau de comparaisons boursières**

IT Services	Currency	Rating	Price 11-Dec-15	Fair value	Market cap (m)	PER			EV/sales			EV/EBIT		
						2014	2015e	2016e	2014	2015e	2016e	2014	2015e	2016e
Capgemini	EUR	BUY	84,2	97	14 490	20,2	18,4	15,2	1,3	1,3	1,2	13,7	13,1	10,5
<b>Atos</b>	<b>EUR</b>	<b>BUY</b>	<b>76,9</b>	<b>94</b>	<b>7 941</b>	<b>17,8</b>	<b>13,6</b>	<b>11,0</b>	<b>0,8</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>9,6</b>	<b>8,0</b>	<b>6,5</b>
Sopra Steria Group	EUR	BUY	105,0	115	2 143	15,9	15,1	12,2	1,1	0,7	0,7	13,4	11,1	8,6
Tieto	EUR	Not rated	23,1	N/A	1 710	14,8	15,4	13,9	1,1	1,2	1,1	11,0	11,5	11,2
Indra Sistemas	EUR	SELL	9,2	9,8	1 513	15,9	N/M	15,1	0,7	0,8	0,8	10,9	38,9	11,7
<b>European average</b>						<b>15,9</b>	<b>15,2</b>	<b>13,9</b>	<b>1,1</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>11,0</b>	<b>11,5</b>	<b>10,5</b>
Atos vs. European avg						12%	-11%	-21%	-29%	-18%	-25%	-13%	-31%	-38%
IBM	USD	Not rated	134,6	N/A	130 548	8,1	9,0	8,9	1,8	2,0	2,0	8,6	9,0	9,0
Hewlett Packard	USD	Not rated	12,2	N/A	21 956	3,3	6,9	7,5	0,2	0,5	0,5	2,7	5,4	5,2
Accenture	USD	Not rated	105,3	N/A	66 023	23,3	21,8	20,3	2,1	2,0	1,9	14,2	13,7	13,7
CGI Group	CAD	Not rated	56,2	N/A	17 368	20,1	18,0	16,2	1,7	1,7	1,5	13,0	11,9	11,0
Computer Sciences	USD	Not rated	29,8	N/A	4 134	6,4	11,5	9,9	0,4	0,6	0,6	4,3	7,9	7,5
<b>US average</b>						<b>8,1</b>	<b>11,5</b>	<b>9,9</b>	<b>1,7</b>	<b>1,7</b>	<b>1,5</b>	<b>8,6</b>	<b>9,0</b>	<b>9,0</b>
Atos vs. US avg						119%	18%	11%	-54%	-60%	-62%	12%	-12%	-28%
TCS	INR	Not rated	2386,0	N/A	4 673 522	24,4	21,8	25,0	5,5	4,7	5,6	19,0	17,7	18,2
Infosys	INR	Not rated	1052,8	N/A	2 406 299	19,5	18,2	16,0	3,9	3,4	2,9	15,2	13,4	13,1
Cognizant	USD	Not rated	58,3	N/A	35 450	22,4	19,2	16,8	3,2	2,6	2,2	16,1	13,2	12,4
Wipro	INR	Not rated	565,9	N/A	1 397 862	16,1	15,2	13,8	2,8	2,5	2,2	13,8	12,5	12,0
<b>Indian average</b>						<b>21,0</b>	<b>18,7</b>	<b>16,4</b>	<b>3,6</b>	<b>3,0</b>	<b>2,5</b>	<b>15,7</b>	<b>13,3</b>	<b>12,8</b>
Atos vs. Indian avg						-15%	-27%	-33%	-79%	-77%	-77%	-39%	-40%	-49%

Source: Thomson Reuters; Bryan, Garnier & Co ests.

Très bonne dynamique de révision en hausse des EPS par le consensus

**Enfin, nous estimons que la variation du cours de bourse d'Atos reflète l'amélioration de la dynamique de croissance des EPS du consensus.** En effet, sur 3 ans, le cours s'est apprécié de 43%, alors que l'EPS « forward » du consensus a bondi de 41% sur la même période.

**Fig. 6: Dynamique des EPS et variation de cours sur 3 ans (base 100)**



Source: Thomson Reuters.

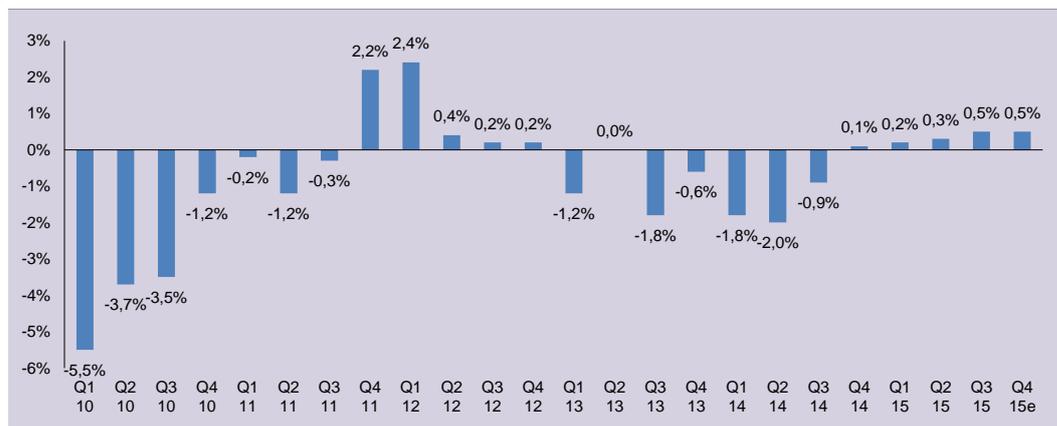
## 2. Faible croissance organique actée

### 2.1. Pourquoi l'absence de décollage ?

La guidance 2015 devrait selon nous être atteinte, mais la croissance organique reste poussive.

Le CA T3 2015 publié le 3 novembre dernier met une nouvelle fois en évidence l'absence de vrai décollage de la croissance organique. En effet, en dépit d'un retour à +0.1% au T4 2014 faisant suite à 7 trimestres sans croissance depuis le T1 2012, celle-ci est ressortie à +0.5% sur le dernier trimestre, et nous anticipons une croissance du même ordre au T4 2015. Si ces chiffres ne remettent pas en cause la guidance 2015 annoncée par le management en février dernier, i.e. une croissance organique positive et une marge opérationnelle de 8-8.5%, ils démontrent clairement qu'Atos connaît un redressement poussif de son CA - ce qui constitue en soi-même une **déception au regard de l'évolution de ses prises de commandes** de plus en plus orientées sur les nouveaux clients et la « fertilisation » autour de contrats existants au dépens des seuls renouvellements de contrats.

Fig. 7: Croissance organique par trimestre (2010-2015e)



Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Pourtant, l'évolution des prises de commandes et le ratio « book-to-bill » est encourageante, grâce à l'accent mis sur les nouvelles affaires et la fertilisation autour de contrats existants.

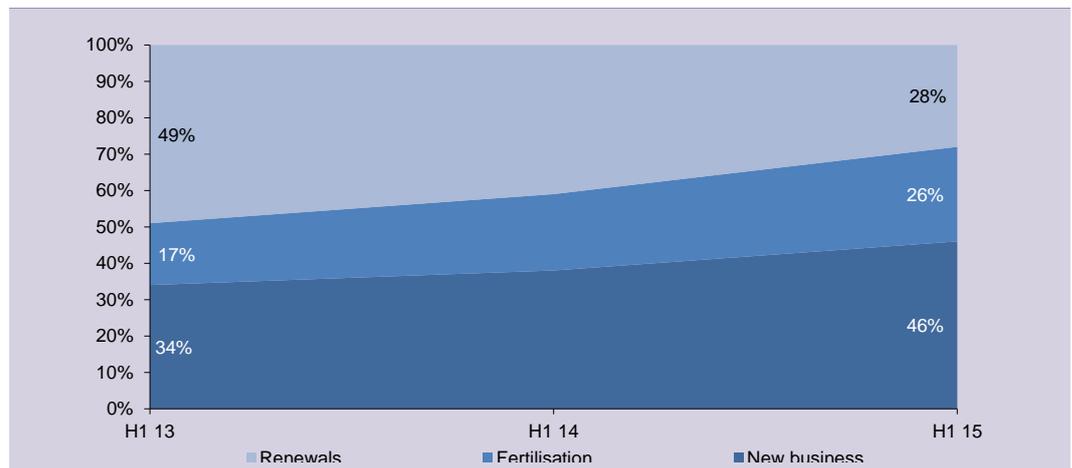
Pourtant, comme indiqué dans les Fig. 8 et 9, l'évolution du carnet de commandes et du mix des commandes montrent des signes encourageants, en particulier depuis la nomination en avril 2014 de Patrick Adiba au poste de Chief Commercial Officer, en charge des ventes, des offres et du marketing : 1). L'accent mis sur l'efficacité commerciale en 2014 s'est traduit par une augmentation de 4 points du *win rate* ; 2). L'accent mis en 2015 sur l'augmentation du portefeuille commercial grands comptes s'est traduit au S1 2015 par une hausse de 3.5% à scc du CA réalisé auprès des 175 premiers clients (60% du CA); 3). Les opérations cloud d'Atos ont crû de 30% sur les 9 premiers mois de 2015, en ligne avec l'objectif de réaliser 700 M EUR du CA dans ce domaine en 2016 avec des marges supérieures à la moyenne du groupe; 4). Les nouvelles affaires et la fertilisation autour de contrats existants ont représenté 72% des prises de commandes au S1 2015 (vs. 51% deux ans plus tôt) aux dépens de simples renouvellements de contrats.

**Fig. 8: Evolution trimestrielle du ratio book-to-bill (2010-2015)**



Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

**Fig. 9: Evolution du mix des prises de commande (2013-2015)**



Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Activité non-encore redressée en Conseil & Intégration de Systèmes, et faible croissance en Infogérance.

L'absence de décollage de la croissance organique du CA - en particulier dans les Services Informatiques, où Atos n'a enregistré qu'un seul trimestre de croissance depuis 2012, au T4 2014 grâce à un fort trimestre des activités « Big Data & Cyber-sécurité » issues de Bull - s'explique par : 1). Une activité « Infogérance » négativement impactée par un effet-prix négatif généré par le passage des infrastructures vers le cloud ; 2). Une activité « Conseil & Intégration de Systèmes » pénalisée par la faible dynamique commerciale en Allemagne et des vents contraires en gestion applicative au Royaume-Uni ; 3). Une activité « Big Data & Cyber-sécurité » en bonne croissance mais tout de même négativement impactée par le gel des contrats avec l'armée suisse.

**Fig. 10: Croissance à scc par activité (2014-2015)**

FYE 31/12	Q1 14	Q2 14	Q3 14	Q4 14	Q1 15	Q2 15	Q3 15
Managed Services	-2.4%	-2.2%	-2.1%	-1.3%	1.2%	0.4%	0.8%
Consulting & Systems Integration	-1.9%	-2.3%	-0.2%	0.0%	-2.4%	-2.4%	-2.6%
Big Data & Cyber-security	-	-	13.9%	14.1%	4.9%	3.5%	4.0%
<b>Total IT Services</b>	<b>-2.2%</b>	<b>-2.2%</b>	<b>-1.0%</b>	<b>0.6%</b>	<b>0.0%</b>	<b>-0.4%</b>	<b>-0.2%</b>
<b>Worldline (net from intra-group)</b>	<b>1.0%</b>	<b>-0.6%</b>	<b>-0.5%</b>	<b>0.5%</b>	<b>1.6%</b>	<b>6.2%</b>	<b>6.0%</b>

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

- **Infogérance.** La croissance organique est désormais positive après une année 2014 en baisse de 2% à scc, mais reste cantonnée à +0.8% sur les 9 premiers mois de 2015. Atos a fortement bénéficié, surtout au S1 2015, de la montée en puissance des contrats de BPO avec DWP PIP (Department of Work and Pensions) et NS&I et d'infogérance avec Royal Mail et le Ministère de la Justice au Royaume-Uni. Par ailleurs, la tendance est très positive en Espagne, en Asie Pacifique et dans la zone IMEA (Inde, Moyen-Orient, Afrique) avec des taux de croissance supérieurs à 5%. En dépit de la contribution positive des activités apportées par l'acquisition de Xerox ITO, l'Amérique du Nord n'est pas encore en croissance du fait de l'impact de la fin du contrat MetLife. En France, aux Pays-Bas et en Allemagne la situation est mitigée avec la montée en régime de contrats récents (PwC et Airbus en France) et une hausse des volumes chez des clients existants (Siemens, l'assureur Achmea) alors que d'autres clients contribuent à la baisse (KPN, Talanx) ;
- **Conseil & Intégration de Systèmes.** Après des signes encourageants fin 2014 (T3 et T4 stables à scc), la division est retombée en décroissance organique : -2.4% au S1 2015 et -2.6% au T3 2015. Si l'activité était en croissance dans les Services Financiers dans la plupart des zones géographiques et sur le secteur Gouvernement/Santé en Europe centrale et de l'Est, au Royaume-Uni et en France, cela ne permet pas de compenser la forte baisse du CA dans les Télécoms/Media/Utilities (E-Plus et Nokia en Allemagne avec des baisses de volumes). Aussi, l'activité au Royaume-Uni est pénalisée par des fins de contrats et des réductions de périmètre en gestion applicative. La situation s'est toutefois améliorée en Allemagne au T3 2015 grâce à une plus grande rigueur dans la gestion des effectifs suite au remplacement de l'équipe de direction en début d'année. En France le CA est désormais en hausse, tandis qu'au Benelux et dans les pays nordiques il s'est stabilisé ;
- **Big Data & Cyber-sécurité.** La croissance est tirée par la France et l'Allemagne, notamment au niveau des supercalculateurs : renouvellement auprès du ministère français de l'Intérieur, activité croissante auprès des ministères français de la Défense et de la Recherche, commandes du *Deutsches Klimarechenzentrum* (DKRZ, centre de recherche allemand sur le climat) et de l'université technique de Dresde (TU Dresden). Aussi, des commandes de supercalculateurs ont eu lieu en Pologne et en Croatie. Au total, la progression du CA est bonne sur 2015 (autour de +5% à scc), mais reste selon nous inférieure à son potentiel (plus proche des +10% que des +5%) compte tenu de reports de contrats avec l'armée suisse ;
- **Worldline.** Le sous-groupe Worldline connaît une tendance de croissance à scc de 4-5% depuis le T4 2014 grâce au décollage de la division « Services Commerçants & Terminaux » - en particulier sur les terminaux de paiement et l'acquisition commerçants - et du maintien d'un rythme de croissance de 5-7% sur la division « Mobilité & Services Web Transactionnels » - forte hausse de l'activité « e-Consommateur & Mobilité », hausse des volumes en billetterie électronique, et hausse des volumes et nouveaux contrats dans les services numériques pour les gouvernements et services publics. Enfin, la division « Traitement de Transactions & Logiciels de Paiement » est sur un rythme de hausse de 2-3%. En données consolidées au sein d'Atos la tendance de croissance du CA de Worldline s'accélère à +6% depuis le T2 2015 (vs. stabilité en 2014) en raison de la stabilisation de la part de ventes réalisée par Worldline auprès d'Atos (intra-groupe) : nous l'estimons à 53 M EUR pour 2015, contre 51 M EUR en 2014 et 30 M EUR en 2013.

## 2.2. Nos nouvelles prévisions

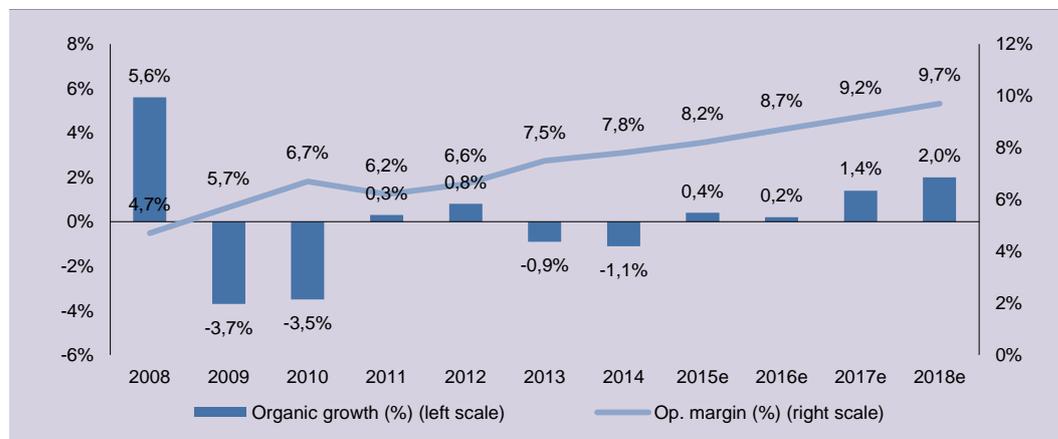
L'amélioration des marges et du free cash flow, sans la croissance du CA.

Pour 2018 nous prévoyons une croissance organique de 2% et une marge opérationnelle de 9.7% hors Unify et Equens.

**Compte tenu de ces éléments, nous actons le fait que la croissance organique d'Atos devrait rester modeste au moins jusqu'en 2017-18.** Le plan 2013-2016 présenté par le management en novembre 2013, anticipant un CA en hausse de 2-3% à scc par an en moyenne ne sera pas tenu sur ce point - nous le voyons à 0%. En revanche, nous estimons qu'Atos parviendra à rester dans la fourchette 8.5-9.5% de marge opérationnelle en 2016 - même si le bas de fourchette nous semble le scénario le plus plausible compte tenu de la croissance organique qui serait inférieure aux objectifs initiaux. Par ailleurs, l'objectif de free cash flow 2016, initialement prévu à 450-500 M EUR, a été révisé à 500-550 M EUR avec l'acquisition de Xerox ITO et le management est même confiant pour générer le haut de cette fourchette. **Nous considérons que le prochain plan stratégique - qui devrait concerner 2016-2019 selon nous - ambitionnera d'accélérer la croissance organique au-delà de +2%, mais nous estimons qu'une telle accélération ne pourra être obtenue que lorsque la migration des infrastructures informatiques des clients vers le cloud sera bien avancée.**

**Nos abaïssons nos prévisions de croissance organique** de la façon suivante : +0.4% (vs. +0.7%) pour 2015, +0.2% (vs. +2.2%) pour 2016, +1.2% (vs. +3.8%) pour 2017, et +2% pour 2018. Nos nouvelles prévisions prennent en compte un impact négatif de -0.4ppt sur 2016 et de -0.2ppt sur 2017 du non-renouvellement par l'administration française du contrat avec l'ANTAI (« Radar »), au niveau de Worldline<sup>1</sup>. **Nous révisons par ailleurs nos prévisions de marge opérationnelle hors Unify et hors Equens** à 8.2% (inchangé) pour 2015, 8.7% (vs. 9%) pour 2016, et 9.2% (vs. 9.6%) pour 2017, et introduisons une prévision de 9.7% pour 2018.

**Fig. 11: Notre scénario hors Unify et hors Equens (2008-2018e)**



Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

<sup>1</sup> Contrat désormais attribué à Capgemini, qui gèrera le système informatique du Centre National de Traitement (CNT) de l'ANTAI à Rennes à compter de courant 2016 pour une durée de 4 ans. Les articles (L'Express le 4/11/2015, Caradisiac le 7/12/2015) font état d'un montant de contrat de 15-25 M EUR par an seulement pour la partie informatique, alors que Worldline, selon nos estimations, était sur un rythme annuel d'environ 60 M EUR incluant des prestations sous-traitées à des acteurs tiers (éditique...). L'appel de Worldline contre cette décision a été rejeté par le juge des référés, mais la filiale d'Atos se réserve « toutes voies et moyens de droit pour faire valoir ses droits dans ce dossier ».

Nos chiffres intègrent une croissance de 0-1% en Infogérance, et un redressement progressif en Conseil & Intégration de Systèmes.

Nos chiffres de croissance organique reflètent une anticipation de croissance de 0-1% jusqu'en 2018 en Infogérance (+1% en 2018), un retour à la croissance à partir de fin 2016 en Conseil & Intégration de Systèmes (avec +2% en 2018), une croissance de 5-6% sur Big Data & Cyber-sécurité, et une hausse de 5% à compter du S2 2017 sur Worldline (avec une période de transition de mi-2016 à mi-2017, avec un CA stable, suite à la perte du contrat « Radar » - dont nous estimons le CA à 60 M EUR en année pleine).

**Fig. 12: Nos chiffres détaillés sur Atos hors Unify et hors Equens (2014-2018e)**

FYE 31/12 (EURm)	2014	2015e	2016e	2017e	2018e
<b>Revenues</b>	<b>9 051</b>	<b>10 736</b>	<b>11 532</b>	<b>11 698</b>	<b>11 933</b>
% chg	5,1%	18,6%	7,4%	1,4%	2,0%
<b>Operating profit</b>	<b>702</b>	<b>881</b>	<b>1 001</b>	<b>1 082</b>	<b>1 163</b>
<b>% of sales</b>	<b>7,8%</b>	<b>8,2%</b>	<b>8,7%</b>	<b>9,2%</b>	<b>9,7%</b>
Restructuring costs	-171	-230	-160	-140	-140
Amortisation acquired intangibles	-51	-73	-85	-85	-85
Other non-recurring items	-40	-1	0	0	0
<b>EBIT</b>	<b>440</b>	<b>577</b>	<b>756</b>	<b>858</b>	<b>938</b>
<b>% of sales</b>	<b>4,9%</b>	<b>5,4%</b>	<b>6,6%</b>	<b>7,3%</b>	<b>7,9%</b>
Cost of net debt	-52	-22	-25	-21	-17
Profit before tax	389	555	731	837	921
Income tax	-104	-138	-159	-182	-201
Net income	285	417	572	654	721
Discontinued operations	0	0	0	0	0
Minority interests and other	-19	-35	-39	-44	-49
Attributable net income	265	382	532	611	672
<b>Adjusted EPS (EUR)</b>	<b>4,30</b>	<b>5,66</b>	<b>6,78</b>	<b>7,37</b>	<b>7,92</b>

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

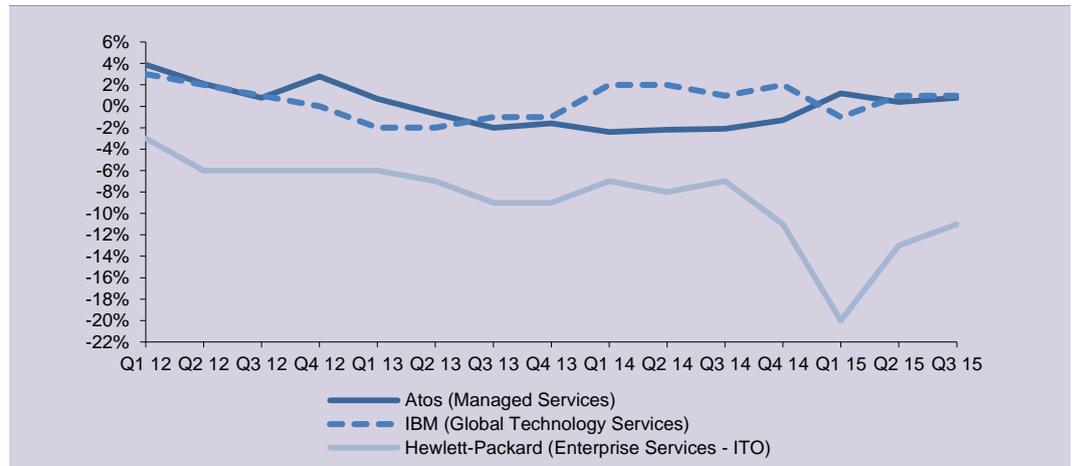
L'Infogérance ne devrait selon nous pas croître au-delà de 1% par an sur les 3-5 prochaines années en raison de la forte demande en infrastructures cloud - engendrant une pression sur les prix.

L'Infogérance représente environ 55% du CA d'Atos avant acquisition d'Unify et d'Equens. Nous estimons qu'au cours des 3-5 prochaines années cette activité ne croîtra pas de plus de 1% par an compte tenu de la pression sur les prix engendrée par le cloud - même si cette baisse du prix unitaire est compensée par une hausse des volumes et des gains de productivité. Nous pouvons considérer qu'entre 55 et 60% de l'activité Infogérance d'Atos aura vocation, à terme (5-10 ans selon nous), à tourner sur des infrastructures cloud (essentiellement privé via Canopy, mais peut-être 10-15% ira sur un cloud public de type Amazon), tandis qu'entre 40 et 45% resterait sur des infrastructures classiques. Cela ne signifie pas forcément cannibalisation, mais cette dernière devrait être non-négligeable selon nous. A l'heure actuelle Canopy, dont l'activité est essentiellement centrée sur l'infrastructure cloud, génère un CA en hausse d'environ 30% (+33% sur le S1 2015), et pèse pour environ 10% du CA Infogérance.

Toutefois, l'activité "Infogérance" d'Atos se tient bien par rapport aux activités comparables d'IBM et d'HP.

La Fig. 13 montre que l'activité « Infogérance » d'Atos ne démerite pas par rapport aux activités comparables chez ses deux principaux concurrents IBM et HP. En effet, elle évolue à peu près en ligne avec la division GTS (Global Technology Services) d'IBM - bien que cette dernière ait réussi à générer de la croissance en 2014, contrairement à Atos - tandis qu'elle surperforme largement l'activité ITO de la division Enterprise Services de HP - dont la tendance actuelle reste en-dessous des -10% - même retraitée des variations des devises, cette activité reste en décroissance en raison d'une re-focalisation vers les contrats à plus forte marge.

**Fig. 13: Croissance de l'activité « Infogérance » d'Atos vs. IBM et HP (2012-2015)**



Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

L'extension du partenariat avec Siemens permet de sécuriser 7% du CA d'ici 2021, tout en décalant le risque de retour de papier sur le titre à 2020.

L'extension du contrat avec Siemens de juillet 2018 à décembre 2021 permet à Atos de se garantir un CA supplémentaire de 3.2 Md EUR sur la période, avec un minimum de 800 M EUR par an. Cette extension élargit le périmètre des prestations d'Atos à Siemens - initialement en infogérance, gestion applicative et intégration de systèmes - à l'analyse de données industrielles, à la cyber-sécurité et aux équipements connectés. Cette extension près de 3 ans avant échéance permet ainsi à Atos de maintenir et sécuriser le CA auprès de ce client qui représente désormais 7% des ventes. Aussi, le programme conjoint d'investissement en R&D entre Siemens et Atos, initialement fixé à 100 M EUR, a été monté à 150 M EUR. En outre, et en parallèle, Siemens a décalé l'échéance de son engagement de conservation des actions Atos qu'il détient (12.3% du capital), initialement au 30 juin 2016 (5 ans après l'acquisition de SIS), au 30 septembre 2020.

L'activité "Conseil & Intégration de Systèmes" peut selon nous se redresser à compter du S2 2016 si les efforts sur l'Allemagne portent leurs fruits, et si des synergies entre Xerox ITO et la gestion applicative se matérialisent.

Par ailleurs, à environnement économique constant, nous sommes confiants dans le redressement de l'activité « Conseil & Intégration de Systèmes » à compter du S2 2016, avec une croissance à scc que nous attendons à +2% en 2018. En effet, plusieurs zones géographiques sont en croissance (France) ou stabilisées (Benelux & Pays nordiques), tandis que les Services Financiers et le secteur Gouvernement/Santé tirent la division vers le haut. Face à une **demande croissante de transformation numérique**, impliquant la mise en place de clouds, d'analyse de données, de mobilité, etc., il nous paraît logique qu'Atos suive le mouvement dès lors que son effort commercial auprès de nouveaux clients ou projets se concrétise par de nouvelles affaires. **Si la réorganisation opérée en Allemagne - où pèse la baisse de l'activité « Conseil & Intégration de Systèmes » - porte ses fruits, un retour à la croissance semble possible.** Enfin, un troisième vecteur d'amélioration pour cette division réside dans les **synergies possibles aux Etats-Unis avec Xerox ITO**, même s'il faudra selon nous plus d'un an - et peut-être une ou deux acquisitions de taille modeste en gestion applicative et en intégration de systèmes - pour en voir les résultats.

## 3. Unify : forte relation attendue

### 3.1. Rappels sur Unify

Unify. Son faible prix d'acquisition, ses retraits et ses restructurations payées par les actionnaires actuels, ses crédits d'impôt potentiels...

**Le 3/11/2015, à la surprise générale Atos a annoncé un accord pour l'acquisition d'Unify pour un montant total de 590 M EUR**, incluant 340 M EUR pour la valeur des capitaux propres, 50 M EUR pour l'endettement financier net, et 200 M EUR pour la provision relative au déficit net des retraits - en sus il existe une garantie de passif à hauteur de 80 M EUR. **La société recèle environ 250 M EUR de crédits d'impôts en cas d'activation des reports déficitaires** (BG est. 550 M EUR). Soumise à l'approbation des syndicats et des autorités de la concurrence, **l'opération devrait se conclure d'ici fin janvier 2016**. Actuellement détenu à 51% par le fonds d'investissement Gores et à 49% par Siemens, Unify est l'ex-Siemens Enterprise Communications - nom qu'il portait jusqu'en octobre 2013 -, l'activité « solutions de communications unifiées » de Siemens créée en 2006 suite à la scission de Siemens COM en deux entités<sup>2</sup> et transformée en coentreprise avec Gores en octobre 2008. **Le prix à payer, en VE, est de 0.5x le CA sur la base des chiffres estimés pour 2015 par Atos.**

D'un point de vue stratégique, Unify permet à Atos d'enrichir son offre d'infogérance aux systèmes de communications d'entreprise.

**La raison pour laquelle Atos va racheter Unify est de combler un « trou » dans son offre d'Infogérance : l'infogérance de systèmes de communications.** Dans les appels d'offres la capacité à prendre en charge le périmètre le plus étendu possible devient un élément déterminant pour gagner le contrat. Atos possède la capacité de répondre en infogérance de serveurs, centres de données et postes de travail, mais pas en infogérance de systèmes de communications. En mettant dans son orbite les services d'Unify, Atos apporterait une solution globale sans faire appel à la sous-traitance pour la partie communications. Cela devrait pouvoir améliorer la marge des contrats d'infogérance d'Atos dans le cas où celui-ci était amenée à sous-traiter, et à remporter d'autres contrats qui jusqu'ici étaient inaccessibles.

**Les principaux points à retenir d'Unify sont les suivants :**

- **L'offre produit d'Unify est constituée des solutions de communications unifiées pour grandes entreprises, PME et centres de contact.** L'élément central de l'offre est la plateforme logicielle ouverte OpenScape, qui a succédé dès 2007 aux anciennes plateformes matérielles HiPath. Toutefois, Unify porte de gros espoirs sur Circuit, sa nouvelle offre de communications unifiées « as-a-service » (UCaaS) lancée en octobre 2014 et devant se substituer à OpenScape et HiPath. Circuit agrège et centralise via une seule interface l'ensemble des flux de

<sup>2</sup> En octobre 2006, Siemens scinda ses activités Communications créées en 1998 (Siemens COM) en deux entités. L'une, Siemens Enterprise Communications, dédiée aux systèmes de communication d'entreprise, fut transformée en octobre 2008 en coentreprise avec Gores après avoir absorbé deux sociétés détenues par ce dernier (Enterasys Networks - revendue en novembre 2013 à Extreme Networks - et SER Solutions) et renommée Unify en octobre 2013. L'autre, Siemens Networks, dédiée aux équipements pour opérateurs de réseaux, fut transformée en coentreprise avec Nokia en février 2007 sous le nom de Nokia Siemens Networks (NSN). En août 2013 Nokia acheta la participation de 49.9% de Siemens dans NSN et renomma cette dernière Nokia Networks.

Une activité en retournement, grâce à la montée en puissance des systèmes à base de logiciels, remplaçant ainsi les systèmes à base de hardware.

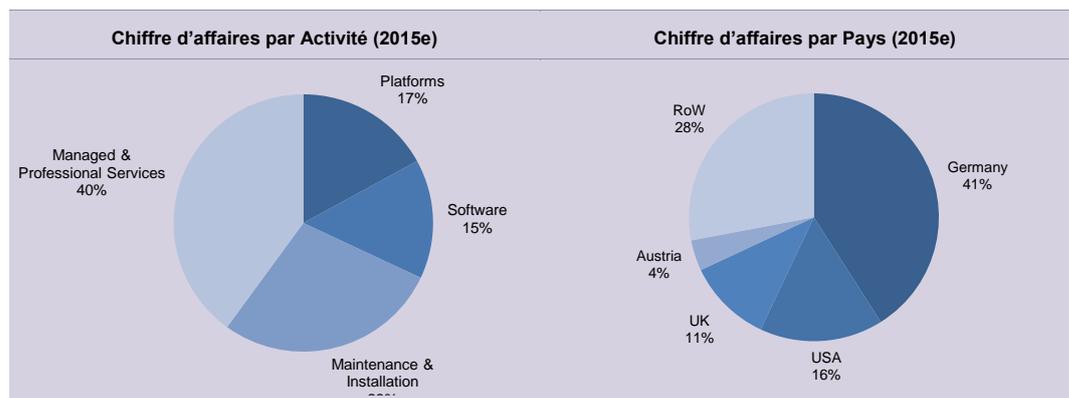
45% du CA d'Unify est réalisé dans les pays germanophones.

communications (voix, vidéo, messagerie, réseaux sociaux, applications métier), en mode « on-premise » ou cloud. Actuellement, Circuit bénéficie de deux références clients : Siemens...et Atos. Les activités Services consistent notamment en de l'infogérance de réseaux d'entreprise en environnement multi-vendeurs et multi-technologies, incluant voix, données, applications et sécurité ;

■ **Pour 2015, Atos estime le CA d'Unify à environ 1 240 M EUR pour un EBITDA juste au-dessus de l'équilibre (c. 5 M EUR), avec une perte opérationnelle de 45 M EUR.** Le CA aurait chuté de 5-10% en moyenne ces deux dernières années compte tenu du recentrage d'Unify sur la partie logicielle au dépens de plateformes matérielles afin d'améliorer la rentabilité. Désormais, avec 15% du CA en logiciels et plus que 17% du CA en plateformes matérielles (est. 2015), l'activité Produits d'Unify commence à se stabiliser. L'activité Services (infogérance et intégration, 40% du CA 2015e) n'est pas encore stabilisée compte tenu du décalage entre la vente des produits et la réalisation des services. En sus, la maintenance et l'installation représentent 28% du CA 2015e. Pour 2016-17, Atos attend une stabilisation du CA, avec une légère reprise possible sur les Produits et une stabilisation progressive sur les Services. Le management avait indiqué en octobre 2014 que Circuit commencerait à contribuer positivement aux résultats dès 2016 ;

■ **Le CA est largement réalisé dans les pays germanophones** (41% en Allemagne, 4% en Autriche), du fait de son héritage Siemens. Par ailleurs, les Etats-Unis représentent 16% des ventes et le Royaume-Uni 11% - 28% pour le reste du monde. 56% de ses ventes sont réalisées en direct, et 44% en indirect avec un réseau de revendeurs/distributeurs à valeur ajoutée ciblant principalement les PME et le « mid-market », sachant que la priorité d'Unify est de développer les ventes indirectes ;

Fig. 14: Unify en un coup d'œil



Source: Company Data.

Une restructuration drastique engagée en 2014 et qui devrait se terminer fin 2016, afin de mieux faire face au défi des systèmes de communication unifiée « as-a-service ».

■ **Unify entreprend une restructuration drastique.** Acteur historique et ex-leader des systèmes de communications d'entreprise, l'ex-division de Siemens a perdu des parts de marché, dans les années 2000 par la déferlante des systèmes ouverts basés sur le protocole IP (Cisco, Microsoft, Avaya, IBM, Mitel, ShoreTel...), et depuis quelques années par l'émergence de la communication unifiée « as-a-service » en mode cloud (RingCentral, 8x8, West, Google, et les services offerts par les opérateurs : BT, Orange, AT&T, Verizon...). En juin 2014, Unify a lancé un plan de restructuration (Alpha) visant à diviser son effectif par 2, de 7 700 à 3 800, afin

Atos reprendrait la totalité d'Unify avec pour objectif de ne garder que l'activité Services - l'activité Produits est destinée à être cédée d'ici fin 2016 à début 2017.

Unify générerait un free cash flow important dès 2017.

Nous resterons prudents quant à un multiple de revente de l'activité Produits d'Unify à 10x l'EBIT.

La plus large présence commerciale d'Atos permettrait à Unify d'accroître son potentiel de ventes, et ainsi mieux financer sa propre R&D.

d'accélérer sa transformation de fournisseur de matériel vers les solutions logicielles et cloud. Le coût du plan Alpha s'élève à 267 M EUR, a été entièrement provisionné par Unify, et sera financé par Siemens et Gores même après le rachat par Atos. A fin septembre 2015, avec 5 600 salariés la société est à mi-chemin de ce plan, et nous comprenons que ce dernier devrait être achevé fin 2016 ;

- **Les actionnaires d'Unify étaient en recherche d'un partenaire stratégique pour lui céder les activités Produits d'Unify.** Nous comprenons qu'une transaction était non-envisageable tant que l'activité n'était pas totalement restructurée - à commencer par le plan Alpha fin 2016. C'est pourquoi **Atos reprendrait la totalité d'Unify avec pour objectif de revendre l'activité Produits d'ici fin 2016 ou début 2017**, ce qui se traduirait par la conservation par Atos seulement de l'activité Services (c. 550 M EUR de CA, dont 150 M EUR facturés à une activité Produits désormais indépendante), qui serait alors intégrée dans sa division « Infogérance ». Dans l'attente de sa cession, l'activité Produits (est. 800 M EUR de CA en 2017 en incluant 150 M EUR facturés à Atos) serait comptabilisée chez Atos en « résultat des activités abandonnées ou destinées à être cédées ». Dans l'hypothèse où aucun acheteur n'est trouvé, Atos réintégrerait l'activité Produits dans ses activités ordinaires et consoliderait alors un CA estimé à 1.2 Md EUR en 2017 ;
- **En cas de cession de l'activité Produits, Unify conforterait Atos dans le haut de sa fourchette de free cash-flow de 500-550 M EUR prévue pour 2016**, telle que définie lors du dernier *Investor Day* en juin 2015. Pour 2017, sa contribution est estimée par Atos à c. 70 M EUR, soit 13% du CA d'Unify ;
- **Attention toutefois au multiple de sortie de l'activité Produits !** En effet, le multiple de 10x l'EBIT évoqué par Atos lors de l'annonce du rapprochement avec Unify ne correspond pas à un multiple sur des transactions récemment réalisées. Il correspond à la valorisation des acteurs « comparables » cotés : Cisco, Mitel, ShoreTel, etc. **Cisco se paye actuellement sur un multiple EV/EBIT 2015 de 7.9x, Mitel se paye sur un multiple EV/EBIT 2014 de 9.9x, et ShoreTel se paye sur un multiple EV/EBIT 2015 de 24.6x.**

### 3.2. Comment amener 15-20% de relation sur l'EPS ?

Atos a indiqué que du point de vue stratégique Unify tirerait plusieurs avantages du rapprochement : 1). Une extension de la vente directe des solutions d'Unify grâce à la plus large présence commerciale d'Atos, tant au niveau géographique que sectoriel et par grand compte ; 2). Les canaux de vente indirecte d'Unify auprès des PME pourraient être utilisés par Atos pour vendre certains de ses produits et solutions (solutions de Bull, services cloud de Canopy...); 3). Unify pourrait bénéficier d'opportunité de ventes croisées dans le Cloud, le Big Data et la Sécurité; 4). Unify pourrait bénéficier d'économies d'échelle avec Atos, ce qui lui permettrait de mieux financer sa R&D afin de parachever la transformation de son modèle du matériel vers le logiciel.

Unify verrait sa marge opérationnelle dépasser 12% en 2017 grâce à un nouveau plan de restructuration mené par Atos mais financé par les actionnaires actuels, avec 130 M EUR de synergies de coûts attendues à terme.

**Au moment du bouclage de l'opération d'ici fin janvier 2016 Atos envisage de lancer un nouveau plan de restructuration chez Unify, d'un montant de 103 M EUR, permettant d'économiser 130 M EUR d'ici fin 2017** (25 M EUR sur les coûts directs, 40 M EUR sur les frais commerciaux et marketing, et 65 M EUR sur les frais généraux). Condition *sine qua non* du rachat par Atos, il a été accepté par le syndicat allemand IG-Metall. Ce plan, comme le plan Alpha, sera entièrement financé par Siemens et Gores, et sera totalement provisionné dès le premier jour de la consolidation dans Atos. Au total, sous l'effet combiné des deux plans de restructuration, **Atos anticipe qu'en 2017, pour un montant de CA à peu près identique à celui anticipé pour 2015 (1.2 M EUR), Unify verrait sa marge d'EBITDA grimper au-delà de 15% et sa marge opérationnelle dépasser 12%.**

**Fig. 15: Synergies annuelle de coûts attendues avec Unify d'ici fin 2017**

Composant	Montant	Comment les réaliser
Coûts directs	25 M EUR (2.1 pt de marge)	Restructuration du sureffectif actuel
Ventes et marketing	40 M EUR (3.3 pt de marge)	Migration des canaux de vente du direct vers l'indirect
Frais généraux	65 M EUR (5.4 pt de marge)	Alignement des fonctions Corporate sur les standards de l'industrie
Total	130 M EUR (10.8 pt de marge)	

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

L'objectif de marge opérationnelle pour l'activité Produits d'Unify sur 2017 (8%) est raisonnable par rapport aux marges des concurrents.

**Atteindre au moins 12% de marge opérationnelle en 2017 est selon nous un objectif crédible pour Unify. Cet objectif se répartit en 17% sur l'activité Services qu'Atos entend garder et 8% sur l'activité Produits destinée à être cédée.** La Fig. 16 montre que les principaux acteurs génèrent des marges diverses, mais Unify semblerait être dans la norme. Ainsi, Cisco, en tant que leader, était à une marge opérationnelle non-GAAP de 26.8% sur son exercice clos au 31/07/2015. Avaya était à 17.5% sur son exercice clos au 30/09/2015. Mitel, sont la taille se rapproche le plus d'Unify, était à 11.5% en 2014, tandis que ShoreTel, bien plus petit, était à 6.6% sur son exercice clos au 30/06/2015.

**Fig. 16: Chiffres clés des fournisseurs de systèmes de communications cotés**

USDm	Cisco Systems	Avaya	Mitel Networks	ShoreTel
Fiscal year	FY15 (31/07)	FY15 (30/09)	FY14 (31/12)	FY15 (30/06)
Revenues	49,161	4,081	1,104	361
Non-GAAP op. profit	13,199	714	127	24
Non-GAAP op. margin (%)	26.8%	17.5%	11.5%	6.6%

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Unify serait faiblement relative sur l'EPS en 2016, mais fortement relative en 2017 selon le scénario : 15% en cas de cession de l'activité Produits, 20% si cette activité est conservée.

**Atos anticipe de l'acquisition d'Unify une relation de 15-20% sur l'EPS 2017e selon le scénario. Pour 2016, Unify serait faiblement relative sur l'EPS.** Atos estime que l'activité Services d'Unify (classée en activités « ordinaires ») générerait un CA de 400 M EUR et un résultat opérationnel de 40 M EUR (10% du CA). Dans l'attente de leur cession, l'activité Produits générerait un résultat des activités abandonnées ou destinées à être cédées d'environ 10 M EUR. **Concernant 2017, dans le scénario privilégié par Atos (que nous appellerons « Scénario 1 » : la cession de l'activité Produits d'ici fin 2016 ou début 2017), Unify serait relative de 15% sur l'EPS.** Le CA 2017 espéré pour Unify s'élèverait à environ 550 M EUR pour un résultat opérationnel d'environ 95 M EUR (17% du CA). Unify serait alors relative de 0.3 point sur la marge opérationnelle d'Atos. Notons qu'en 2017 Atos prévoit pour l'activité cédée un EBITDA de 100 M EUR avant synergies potentielles avec l'acquéreur potentiel, et espère en tirer de la vente un multiple de sortie de 10x l'EBITDA (nous retiendrons 6x), soit 1 Md EUR (nous retiendrons 600 M EUR). **Au final, l'acquisition d'Unify serait relative de 14% selon nos calculs sur l'EPS 2017e** - relation que nous décomposons en 7% lié à l'EBIT, 2% lié à l'économie de frais financiers résultant de l'encaissement de la cession de l'activité « Produits et Solutions », et 5% lié à l'activation de reports déficitaires d'Unify sur la filiale allemande.

**Fig. 17: Scénario 1 : Atos + Unify avec cession activité Produits**

FYE 31/12 (EURm)	2014	2015e	2016e	2017e	2018e
<b>Revenues</b>	<b>9 051</b>	<b>10 736</b>	<b>11 932</b>	<b>12 251</b>	<b>12 491</b>
% chg	5,1%	18,6%	11,1%	2,7%	2,0%
<b>Operating profit</b>	<b>702</b>	<b>881</b>	<b>1 048</b>	<b>1 169</b>	<b>1 243</b>
<b>% of sales</b>	<b>7,8%</b>	<b>8,2%</b>	<b>8,8%</b>	<b>9,5%</b>	<b>9,9%</b>
Restructuring costs	-171	-230	-263	-165	-150
Amortisation acquired intangibles	-51	-73	-94	-94	-94
Other non-recurring items	-40	-1	0	0	0
<b>EBIT</b>	<b>440</b>	<b>577</b>	<b>691</b>	<b>910</b>	<b>999</b>
<b>% of sales</b>	<b>4,9%</b>	<b>5,4%</b>	<b>5,8%</b>	<b>7,4%</b>	<b>8,0%</b>
Cost of net debt	-52	-22	-37	-27	-22
Profit before tax	389	555	655	884	978
Income tax	-104	-138	-143	-148	-166
Net income	285	417	512	735	811
Discontinued operations	0	0	10	0	0
Minority interests and other	-19	-35	-39	-44	-49
Attributable net income	265	382	483	692	763
<b>Adjusted EPS (EUR)</b>	<b>4,30</b>	<b>5,66</b>	<b>6,95</b>	<b>8,38</b>	<b>8,92</b>
<b>EPS accretion vs. Atos standalone (%)</b>			<b>3%</b>	<b>14%</b>	<b>13%</b>

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

**Dans le scénario** (que nous appellerons « Scénario 2 ») où l'activité Produits d'Unify est conservée pour constituer une nouvelle division au sein d'Atos, Unify pourrait être relative de 20% sur l'EPS 2017e. Cette activité serait réintégrée dans les activités ordinaires, et Unify retrouverait en 2017 un CA d'environ 1.2 Md EUR pour un résultat opérationnel d'environ 150 M EUR (12% du CA). Unify serait là-aussi relative de 0.3 point sur la marge opérationnelle d'Atos. Ici, **l'acquisition d'Unify serait, selon nos calculs, relative de 20% sur l'EPS 2017e** - relation que nous décomposons en 13% lié à l'EBIT et 7% lié à l'activation de reports déficitaires sur la filiale allemande.

**Fig. 18: Scénario 2 : Atos + Unify sans cession activité Produits**

FYE 31/12 (EURm)	2014	2015e	2016e	2017e	2018e
<b>Revenues</b>	<b>9 051</b>	<b>10 736</b>	<b>11 932</b>	<b>12 899</b>	<b>13 165</b>
% chg	5,1%	18,6%	11,1%	8,1%	2,1%
<b>Operating profit</b>	<b>702</b>	<b>881</b>	<b>1 048</b>	<b>1 232</b>	<b>1 307</b>
<b>% of sales</b>	<b>7,8%</b>	<b>8,2%</b>	<b>8,8%</b>	<b>9,5%</b>	<b>9,9%</b>
Restructuring costs	-171	-230	-263	-165	-165
Amortisation acquired intangibles	-51	-73	-94	-94	-94
Other non-recurring items	-40	-1	0	0	0
<b>EBIT</b>	<b>440</b>	<b>577</b>	<b>691</b>	<b>973</b>	<b>1 049</b>
<b>% of sales</b>	<b>4,9%</b>	<b>5,4%</b>	<b>5,8%</b>	<b>7,5%</b>	<b>8,0%</b>
Cost of net debt	-52	-22	-37	-33	-28
Profit before tax	389	55	655	940	1 021
Income tax	-104	-138	-143	-158	-179
Net income	285	417	512	782	843
Discontinued operations	0	0	10	0	0
Minority interests and other	-19	-35	-39	-44	-49
Attributable net income	265	382	483	739	794
Adjusted EPS (EUR)	4,30	5,66	6,95	8,82	9,31
EPS accretion vs. Atos standalone (%)			3%	20%	18%

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

## 4. Equens : du muscle pour Worldline

NB. Worldline (Achat, FV 29 EUR) est suivi chez Bryan Garnier par l'analyste Richard-Maxime Beaudoux. Toutes les estimations et prévisions ci-dessous mentionnées strictement relatives à Worldline reflètent son opinion à la date d'aujourd'hui, sur la base de son commentaire publié le 25 novembre 2015 et intitulé « *We include the Equens deal in our valuation* ».

### 4.1. Rappels sur Equens

Equens renforcera la présence pan-européenne de Worldline dans les services de paiements.

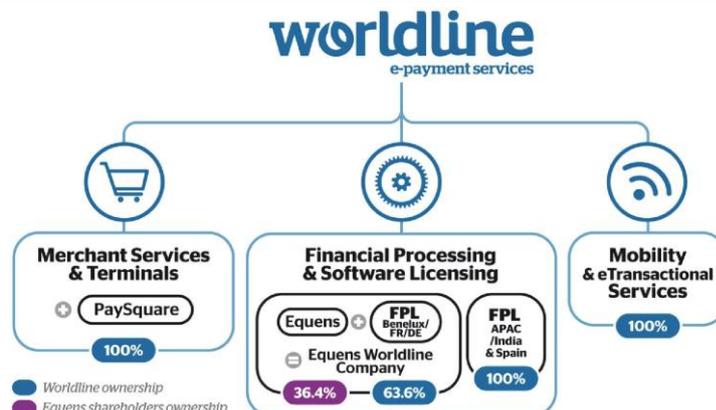
Worldline, filiale d'Atos à 70%, a annoncé le 3 novembre dernier sa première acquisition depuis l'introduction en bourse. **L'accord signé avec Equens - dont le siège est aux Pays-Bas - va renforcer la présence pan-européenne de Worldline dans les paiements**, avec une position de n°1 en France, en Belgique, aux Pays-Bas, en Allemagne, en Italie, et dans les pays nordiques. Equens fournit des services transactionnels à une cinquantaine d'institutions financières, et des services d'acquisition commerçante pour 120 000 marchands dans 4 pays clés par le biais de sa filiale PaySquare. **Equens génère un CA pro forma 2015 estimé à 305 M EUR (soit 25% du CA de Worldline) pour une marge d'EBITDA estimée à 12.1%.**

Une acquisition structurée en deux composantes : le rachat de la filiale PaySquare (acquisition commerçants) en numéraire, et la création de la coentreprise Equens Worldline Company détenue à 36% par 5 banques.

L'acquisition, qui devrait être finalisée courant T2 2016, est structurée en deux composantes :

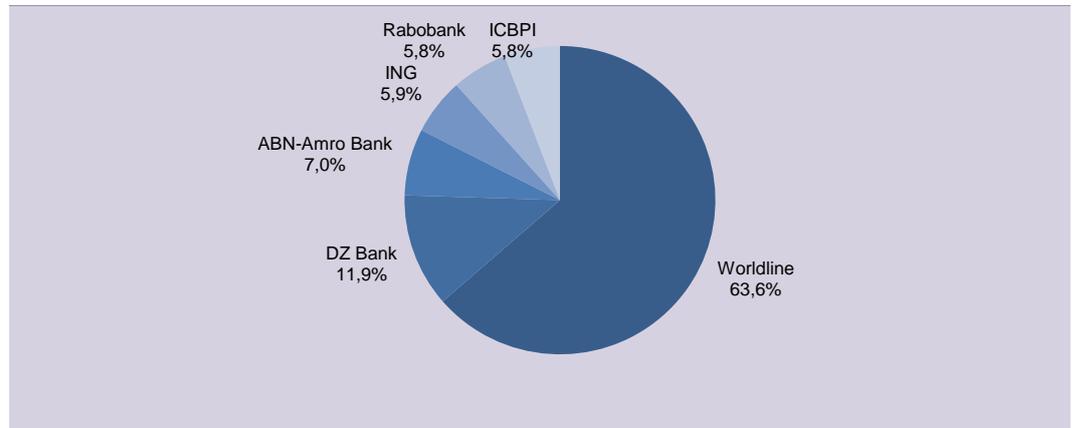
- **La filiale d'Equens spécialisée dans l'acquisition commerçants (PaySquare), qui sera payée intégralement en numéraire pour 72 M EUR** (soit 12.5x l'EBITDA 2015e), sera intégrée dans la division « Services Commerçants & Terminaux » de Worldline ;
- **La création de la coentreprise Equens Worldline Company, qui sera détenue à 64% par Worldline et à 36% par les 5 banques actionnaires d'Equens** (DZ Bank, ABN-Amro Bank, ING, Rabobank, ICBPI), en fusionnant les activités « Traitement de Transactions & Logiciels de Paiement » de Worldline au Benelux, en France et en Allemagne avec celles d'Equens. Selon les prévisions d'Atos, cette coentreprise devrait générer en 2016 un CA de 700 M EUR et un EBITDA de 120 M EUR (17.1% du CA). Notons que les 5 banques actuellement actionnaires d'Equens réalisent 75% de son CA, ce qui explique la structure de l'opération avec une coentreprise. Par ailleurs, à partir de 2017 Worldline bénéficiera d'un droit de préemption sur les intérêts minoritaires de la coentreprise, avec une option d'achat en numéraire ou en actions exerçable à partir de 2019 (et/ou 2021).

Fig. 19: Structure de l'acquisition d'Equens par Worldline



Source: Company Data.

**Fig. 20: Actionnariat de la coentreprise Equens Worldline Company**



Source: Company Data.

## 4.2. Relation sur l'EPS à partir de 2017

### 4.2.1. Impact sur Worldline

Nous estimons que ce rapprochement comporte très peu de risques d'exécution.

Des synergies attendues à 40 M EUR sur l'EBITDA à horizon 2018, et des synergies supplémentaires dès 2020-21 suite à la migration des plateformes.

Une opération attendue comme fortement relative sur l'EPS de Worldline dès 2017.

Nous estimons que ce rapprochement comporte très peu de risques d'exécution et une grande visibilité. En effet, à la clôture, il existe un engagement des 5 banques actionnaires d'Equens de renouveler leurs contrats commerçants pour une période de 5 ans, générant ainsi un carnet de commandes supplémentaire de 1 Md EUR sur la période.

Nous estimons qu'en 2016, le CA d'Equens devrait croître de 3% et sa marge d'EBITDA monter à 15% via le programme de transformation en cours. Les synergies du rapprochement avec Equens sont attendues à 40 M EUR sur l'EBITDA à horizon 2018 (est. BG : 10% activé en 2016, 50% en 2017, et 100% en 2018). En 2020-21, le management prévoit des possibilités de réduction des coûts supplémentaires grâce à une convergence des plateformes applicatives selon une feuille de route de 5 ans. En face, Worldline évalue les coûts de réorganisation à 12 M EUR sur 2015-16 (est. BG : 50% en 2015, et 50% en 2016) et les coûts d'intégration à 40 M EUR sur 2016-18 (est. BG : 16 M EUR en 2016, 13 M EUR en 2017, et 11 M EUR en 2018). Sur 2019-2023, la filiale d'Atos évalue les coûts de réorganisation à 25 M EUR, fournissant un montant de synergies de coûts additionnelles estimées à 15 M EUR par an.

Le management prévoit que la transaction sera relative sur l'EPS de Worldline (avant coûts de mise en œuvre des synergies) dès 2017. Selon nos calculs, l'opération aurait un effet dilutif de 4% en 2016 (sur l'hypothèse d'une consolidation mi-mai), et relative de 6% en 2017 et 12% en 2018 sur Worldline. Selon la convention établie entre les actionnaires, dès 2017 Worldline bénéficiera d'un droit de préemption dans le cas où un actionnaire minoritaire d'Equens Worldline Company souhaitait vendre. Worldline dispose d'une option d'achat à partir de 2019 (et/ou 2021) pour acheter des actions restantes en numéraire ou en actions. Dans le cas d'exercice par Worldline de cette option d'achat en numéraire, nous estimons que la relation sur l'EPS de Worldline atteindrait jusqu'à 20%.

NB. Nos prévisions actuelles prennent en compte le non-renouvellement du contrat « Radar », comme mentionné plus haut. Nous estimons qu'une perte du contrat en mai 2016 aurait pour Worldline un impact négatif sur le CA de 3% en 2016 et de 4% au-delà. En revanche, ce

contrat étant dilutif sur les marges de Worldline (compte tenu des parties sous-traitées par des prestataires externes : éditique...), nous estimons que l'impact serait relatif de 0.4-0.5 pt sur la marge d'EBITDA ou la marge opérationnelle pour 2017 et au-delà (0.2 pt sur 2016).

**Fig. 21: Notre scénario sur Worldline avec Equens (conso mi-mai 2016)**

EURm (FYE 31/12)	Equens excl. PaySquare 2015	PaySquare 2015	Equens 2015 (as a whole)	Equens 2016 (as a whole)	WL + Equens 2016 (conso mid-Q2)
Revenue	266	39	305	312.9	1,479
EBITDA	31	6	37	47	283
Margin	11.7%	15.4%	12.1%	15.0%	19.1%
after 10% synergies activated	-	-	-	-	19.4%
Employees	1,200	100	1,300		7,275

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

**Fig. 22: Nos prévisions Worldline + Equens hors arrêt du contrat « Radar »**

EURm	2016e	2017e	2018e	2019e
Revenue	1,479.3	1,669.6	1,746.6	1,827.5
EBITDA	282.3	321.8	353.1	378.8
Margin (%)	19.1%	19.3%	20.2%	20.7%
Synergies	4.0	20.0	40.0	45.0
EBITDA after synergies	286.3	341.8	393.1	423.8
Margin (%)	19.4%	20.5%	22.5%	23.2%
Implementation costs of synergies	-16.0	-13.0	-11.0	-5
Reorganisation costs	-6.0	0	0	0
Current EBIT	204.4	250.3	297.6	337.9
Margin (%)	13.8%	15.0%	17.0%	18.5%
EBIT	173.0	234.3	283.6	329.9
Margin (%)	11.7%	14.0%	16.2%	18.1%
Financial income	-3.9	-2.5	-2.0	-1.5
Minority interests	-8.7	-17.9	-23.4	-29.3
Restated attrib. net income	134.5	159.1	187.7	210.6

Source: Bryan Garnier & Co. ests.

**Fig. 23: Nos prévisions Worldline + Equens avec arrêt du contrat « Radar »**

EURm	2016e	2017e	2018e	2019e
Revenue	1,439.3	1,609.6	1,686.6	1,767.5
EBITDA	278.7	316.4	347.7	373.4
Margin (%)	19.4%	19.7%	20.6%	21.1%
Synergies	4.0	20.0	40.0	45.0
EBITDA after synergies	282.7	336.4	387.7	418.4
Margin (%)	19.6%	20.9%	23.0%	23.7%
Implementation costs of synergies	-16.0	-13.0	-11.0	-5
Reorganisation costs	-6.0	0	0	0
Current EBIT	202.5	247.6	294.9	335.2
Margin (%)	14.1%	15.4%	17.5%	19.0%
EBIT	171.4	231.7	281.0	327.3
Margin (%)	11.9%	14.4%	16.7%	18.5%
Financial income	-3.9	-2.5	-2.0	-1.5
Minority interests	-8.7	-17.9	-23.4	-29.3
Restated attrib. net income	133.2	157.1	185.7	208.6

Source: Bryan Garnier & Co. ests.

Nous estimons que l'acquisition d'Equens sera relative sur l'EPS d'Atos à hauteur de 3-4% pour 2017 et 4-5% pour 2018.

#### 4.2.2. Impact sur Atos

Compte tenu des éléments relatifs à Worldline, nous estimons que l'acquisition d'Equens serait pour Atos neutre sur l'EPS ajusté 2016 et relatif de respectivement 3-4% et 4-5% sur l'EPS ajusté 2017 et 2018, avec ou hors cession de l'activité Produits d'Unify.

**Fig. 24: Scénario 3 : Atos + Unify avec cession activité Produits + Equens**

FYE 31/12 (EURm)	2014	2015e	2016e	2017e	2018e
<b>Revenues</b>	<b>9 051</b>	<b>10 736</b>	<b>12 128</b>	<b>12 572</b>	<b>12 823</b>
% chg	5,1%	18,6%	13,0%	3,7%	2,0%
<b>Operating profit</b>	<b>702</b>	<b>881</b>	<b>1 056</b>	<b>1 206</b>	<b>1 303</b>
<b>% of sales</b>	<b>7,8%</b>	<b>8,2%</b>	<b>8,7%</b>	<b>9,6%</b>	<b>10,2%</b>
Restructuring costs	-171	-230	-285	-178	-161
Amortisation acquired intangibles	-51	-73	-106	-114	-114
Other non-recurring items	-40	-1	0	0	0
<b>EBIT</b>	<b>440</b>	<b>577</b>	<b>665</b>	<b>915</b>	<b>915</b>
<b>% of sales</b>	<b>4,9%</b>	<b>5,4%</b>	<b>5,5%</b>	<b>7,3%</b>	<b>7,1%</b>
Cost of net debt	-52	-22	-40	-29	-24
Profit before tax	389	555	625	885	890
Income tax	-104	-138	-141	-158	-186
Net income	285	417	485	728	705
Discontinued operations	0	0	10	0	0
Minority interests and other	-19	-35	-38	-43	-46
Attributable net income	265	382	457	685	658
<b>Adjusted EPS (EUR)</b>	<b>4,30</b>	<b>5,66</b>	<b>6,96</b>	<b>8,59</b>	<b>9,27</b>
<b>EPS accretion vs. Atos + Unify 1 (%)</b>			<b>0%</b>	<b>3%</b>	<b>4%</b>

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

**Fig. 25: Scénario 4 : Atos + Unify sans cession activité Produits + Equens**

FYE 31/12 (EURm)	2014	2015e	2016e	2017e	2018e
<b>Revenues</b>	<b>9 051</b>	<b>10 736</b>	<b>12 128</b>	<b>13 220</b>	<b>13 496</b>
% chg	5,1%	18,6%	13,0%	9,0%	2,1%
<b>Operating profit</b>	<b>702</b>	<b>881</b>	<b>1 056</b>	<b>1 271</b>	<b>1 363</b>
<b>% of sales</b>	<b>7,8%</b>	<b>8,2%</b>	<b>8,7%</b>	<b>9,6%</b>	<b>10,1%</b>
Restructuring costs	-171	-230	-285	-178	-178
Amortisation acquired intangibles	-51	-73	-106	-114	-114
Other non-recurring items	-40	-1	0	0	0
<b>EBIT</b>	<b>440</b>	<b>577</b>	<b>665</b>	<b>979</b>	<b>1 074</b>
<b>% of sales</b>	<b>4,9%</b>	<b>5,4%</b>	<b>5,5%</b>	<b>7,4%</b>	<b>8,0%</b>
Cost of net debt	-52	-22	-40	-35	-30
Profit before tax	389	555	625	944	1 043
Income tax	-104	-138	-141	-159	-183
Net income	285	417	485	786	861
Discontinued operations	0	0	10	0	0
Minority interests and other	-19	-35	-38	-43	-46
Attributable net income	265	382	457	743	814
<b>Adjusted EPS (EUR)</b>	<b>4,30</b>	<b>5,66</b>	<b>6,96</b>	<b>9,13</b>	<b>9,76</b>
<b>EPS accretion vs. Atos + Unify 2 (%)</b>			<b>0%</b>	<b>4%</b>	<b>5%</b>

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

## 5. Et peut-être ce n'est pas fini...

En effet, ce n'est peut-être pas fini pour Atos en ce qui concerne les acquisitions... Des articles de presse ont récemment affirmé qu'Atos était en train de regarder la société italienne Vitrociset (*Il Sole/24 Ore* du 17/11/2015) et l'acteur américain des services de paiements EVO Payments International (Bloomberg, 24/11/2015). Aucune de ces discussions supposées n'a été confirmée ou infirmée par Atos, donc il convient de rester prudent sur de tels scénarii. Toutefois, nous avons jugé utile de les mentionner avec nos commentaires.

### 5.1. Vitrociset, le « petit Indra » italien ?

Vitrociset est un groupe technologique et de défense basé en Italie.

**Selon le journal italien *Il Sole/24Ore*, Atos et deux fonds de *Private Equity* regarderaient Vitrociset, un groupe technologique et de défense basé à Rome.** L'année dernière, la principale actionnaire Edoarda Crociani (98.5% du capital), qui envisageait une introduction en bourse pour plus de 200 M EUR, aurait refusé une offre de rachat à 120 M EUR car « trop basse » - les noms mentionnés dans les presse étaient BT, Airbus, Investindustrial et Clessidra. La mise en vente serait maintenant envisagée pour début 2016. Pour 2014, Vitrociset a publié un CA de 172.5 M EUR (-10.5%) et une marge opérationnelle de 7.6% (+1.5 pt), avec 805 personnes essentiellement basées en Italie avec des bureaux en France, Belgique, Allemagne, Pays-Bas, Turquie, Arabie saoudite, Malaisie et Kenya.

La société peut receler des synergies avec Bull, et même avec Unify.

Vitrociset fournit des solutions dans la défense, la sécurité intérieure, l'espace, le transport, le gouvernement et les industries. **Nous estimons que les raisons qui pousseraient Atos à faire une offre sur la société seraient sa présence dans la défense et la sécurité intérieure, tandis que ses programmes de R&D incluent la cyber-sécurité et les communications sécurisées. Nous estimons que des synergies avec Bull (et même Unify) pourraient voir le jour.** L'endettement financier net de Vitrociset s'élevait à 30.1 M EUR à fin 2014. **A 120 M EUR, Vitrociset serait alors valorisée sur la base de multiples d'EV/sales de 0.7x et d'EV/EBIT de 8.8x pour 2014.**

### 5.2. EVO Payments International pour Worldline ?

EVO Payments est un spécialiste des services de paiements basé aux Etats-Unis.

Selon Bloomberg, Atos aurait entrepris des discussions à un stade préliminaire avec **EVO Payments, un spécialiste des services de paiements basé à Atlanta (Etats-Unis) et essentiellement centré sur des clients de petite taille ou de taille moyenne**, au sujet d'un éventuel rachat. L'article fait état d'une offre potentielle sur EVO Payments International qui pourrait valoriser EVO jusqu'à 2 Md USD. Aucune décision n'aurait été prise et il n'y a aucune certitude que l'opération ait lieu. Notons qu'EVO a pour actionnaire le fonds de *Private Equity* Madison Dearborn Partners, qui a accompagné EVO en 2013 pour financer ses plans d'expansion à l'international. Atos pourrait acheter EVO via Worldline, sachant qu'elle regarderait encore d'autres cibles. A ce stade, l'article de Bloomberg mentionne bien qu'il ne s'agit que d'une rumeur que ni Atos, ni Madison Dearborn, ni EVO n'ont commentée.

En cas d'une valorisation d'EVO à 2 Md USD, Worldline n'aurait pas d'autre choix que de financer l'acquisition en titres, ce qui induirait une dilution de la participation d'Atos dans Worldline.

**Notre vue sur le sujet est que, si cette rumeur était vraie, ce serait une nouveauté que Worldline s'intéresserait à un acteur américain.** Ainsi, jusqu'à maintenant la stratégie de Worldline était de renforcer ses positions en Europe centrale et de l'Est - les Etats-Unis n'étant pas une priorité. **Si une offre était faite sur EVO celle-ci serait obligatoirement financée en titres, ce qui signifierait une dilution d'Atos dans le capital de Worldline** - sachant qu'il peut descendre jusqu'à 50%+1 action.

## 6. Comptes

### 6.1. Compte de résultat

EURm (FYE 31/12)	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e	2018e	CAGR 15-18e
<b>Net revenue</b>	<b>8 844</b>	<b>8 615</b>	<b>9 051</b>	<b>10 736</b>	<b>12 128</b>	<b>12 572</b>	<b>12 823</b>	<b>6,1%</b>
% change	29,8%	-2,6%	5,1%	18,6%	13,0%	3,7%	2,0%	
<b>Gross Margin</b>	<b>8 444</b>	<b>8 174</b>	<b>8 550</b>	<b>10 087</b>	<b>11 438</b>	<b>11 883</b>	<b>12 149</b>	
<b>% of revenue</b>	<b>95,5%</b>	<b>94,9%</b>	<b>94,5%</b>	<b>94,0%</b>	<b>94,3%</b>	<b>94,5%</b>	<b>94,7%</b>	
Other third-party expenses	-3 083	-2 755	-2 946	-3 450	-3 885	-3 974	-4 014	
% of revenue	34,7%	31,7%	32,3%	31,9%	31,8%	31,4%	31,0%	
Taxes	-40	-42	-41	-43	-49	-50	-51	
Personnel costs	-4 485	-4 429	-4 551	-5 320	-5 990	-6 169	-6 293	
% of revenue	50,5%	51,0%	49,8%	49,1%	49,0%	48,7%	48,7%	
Other expenses	42	63	84	92	98	103	108	
Amortisation	-345	-329	-313	-383	-459	-485	-488	
Net operating provisions	106	43	25	20	21	21	20	
<b>Adjusted EBIT</b>	<b>597</b>	<b>662</b>	<b>725</b>	<b>911</b>	<b>1 076</b>	<b>1 226</b>	<b>1 323</b>	<b>13,2%</b>
<b>% of revenue</b>	<b>6,8%</b>	<b>7,7%</b>	<b>8,0%</b>	<b>8,5%</b>	<b>8,9%</b>	<b>9,8%</b>	<b>10,3%</b>	
Net restructuring charge	-144	-159	-171	-230	-285	-178	-161	
Capital gains or losses	0	0	0	0	0	0	0	
Goodwill amortisation	-43	-44	-51	-73	-106	-114	-114	
Stock-based compensation	-17	-17	-23	-30	-20	-20	-20	
Other exceptional gains (losses)	-12	-25	-40	-1	0	0	0	
<b>EBIT</b>	<b>381</b>	<b>417</b>	<b>440</b>	<b>577</b>	<b>665</b>	<b>915</b>	<b>1 029</b>	<b>21,3%</b>
<b>% of revenue</b>	<b>4,3%</b>	<b>4,8%</b>	<b>4,9%</b>	<b>5,4%</b>	<b>5,5%</b>	<b>7,3%</b>	<b>8,0%</b>	
Cost of net debt	-34	-31	-15	-15	-40	-29	-24	
Other financial gains (losses)	-18	-32	-36	-8	0	0	0	
<b>Profit before tax</b>	<b>330</b>	<b>354</b>	<b>389</b>	<b>555</b>	<b>625</b>	<b>885</b>	<b>1 004</b>	<b>21,8%</b>
Income tax	-103	-96	-104	-138	-141	-158	-186	
Tax rate	31,2%	27,1%	26,8%	24,8%	22,5%	17,8%	18,5%	
<b>Consolidated net profit</b>	<b>227</b>	<b>258</b>	<b>285</b>	<b>417</b>	<b>485</b>	<b>728</b>	<b>819</b>	<b>25,2%</b>
<b>% of revenue</b>	<b>2,6%</b>	<b>3,0%</b>	<b>3,1%</b>	<b>3,9%</b>	<b>4,0%</b>	<b>5,7%</b>	<b>6,3%</b>	
Profit from associates	1	2	-2	-1	-1	0	0	
Minority interests	4	-2	17	34	37	42	46	
<b>Attributable net profit</b>	<b>224</b>	<b>262</b>	<b>265</b>	<b>382</b>	<b>457</b>	<b>685</b>	<b>772</b>	<b>26,4%</b>
Average nb of shares - basic (m)	85,2	96,9	101,0	103,3	103,3	103,3	103,3	
Average nb of shares - diluted (m)	103,4	101,9	103,8	104,9	105,4	105,7	106,1	
<b>Basic EPS (EUR)</b>	<b>2,63</b>	<b>2,70</b>	<b>2,63</b>	<b>3,70</b>	<b>4,42</b>	<b>6,63</b>	<b>7,48</b>	<b>26,4%</b>
% change	11,0%	2,7%	-2,6%	40,7%	19,5%	50,0%	12,8%	
<b>Adjusted EPS (EUR)</b>	<b>3,60</b>	<b>4,16</b>	<b>4,30</b>	<b>5,66</b>	<b>6,96</b>	<b>8,59</b>	<b>9,27</b>	<b>17,9%</b>
% change	32,4%	15,6%	3,4%	31,6%	23,0%	23,4%	7,9%	

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

## 6.2. Bilan

EURm (FYE 31/12)	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e	2018e
Goodwill	1 942	1 916	2 628	3 528	4 002	3 402	3 402
Intangible fixed assets	464	445	647	579	477	365	254
Tangible fixed assets	668	619	694	738	795	828	858
<b>Fixed assets and goodwill</b>	<b>3 074</b>	<b>2 980</b>	<b>3 968</b>	<b>4 845</b>	<b>5 273</b>	<b>4 595</b>	<b>4 514</b>
<b>Investments</b>	<b>399</b>	<b>377</b>	<b>231</b>	<b>224</b>	<b>223</b>	<b>222</b>	<b>222</b>
<b>Deferred tax assets</b>	<b>363</b>	<b>337</b>	<b>420</b>	<b>420</b>	<b>420</b>	<b>420</b>	<b>420</b>
Inventories	17	17	52	62	70	72	74
Accounts receivables	2 148	1 889	2 350	2 841	3 144	3 276	3 342
Other short term assets	290	297	398	471	532	552	563
<b>Current assets</b>	<b>2 454</b>	<b>2 203</b>	<b>2 800</b>	<b>3 374</b>	<b>3 746</b>	<b>3 900</b>	<b>3 979</b>
<b>Cash &amp; cash equivalents</b>	<b>1 160</b>	<b>1 306</b>	<b>1 620</b>	<b>1 620</b>	<b>1 905</b>	<b>3 274</b>	<b>4 094</b>
<b>TOTAL ASSETS</b>	<b>7 449</b>	<b>7 202</b>	<b>9 039</b>	<b>10 483</b>	<b>11 566</b>	<b>12 411</b>	<b>13 228</b>
Shareholders' equity	2 349	2 909	3 193	3 557	3 721	4 292	4 920
Minority interests	31	30	209	243	280	322	369
<b>Consolidated equity</b>	<b>2 379</b>	<b>2 939</b>	<b>3 402</b>	<b>3 800</b>	<b>4 001</b>	<b>4 615</b>	<b>5 289</b>
<b>Long-term provisions</b>	<b>1 143</b>	<b>1 026</b>	<b>1 616</b>	<b>1 735</b>	<b>2 109</b>	<b>2 176</b>	<b>2 227</b>
<b>Deferred tax liabilities</b>	<b>192</b>	<b>148</b>	<b>66</b>	<b>66</b>	<b>66</b>	<b>66</b>	<b>66</b>
Convertible bonds	460	0	0	0	0	0	0
Long-term debt	299	307	528	528	528	528	528
Short-term debt	170	94	103	415	415	415	415
<b>Debt</b>	<b>928</b>	<b>401</b>	<b>631</b>	<b>943</b>	<b>943</b>	<b>943</b>	<b>943</b>
Accounts payable and accrued	1 097	1 123	1 484	1 759	1 986	2 059	2 101
Deferred revenues	413	332	438	519	587	608	620
Salary and income tax payable	1 076	1 041	1 136	1 346	1 520	1 576	1 608
Other liabilities	220	193	265	314	355	368	375
<b>Current liabilities</b>	<b>2 807</b>	<b>2 689</b>	<b>3 323</b>	<b>3 939</b>	<b>4 447</b>	<b>4 611</b>	<b>4 704</b>
<b>TOTAL LIABILITIES</b>	<b>7 449</b>	<b>7 202</b>	<b>9 039</b>	<b>10 483</b>	<b>11 566</b>	<b>12 411</b>	<b>13 228</b>

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

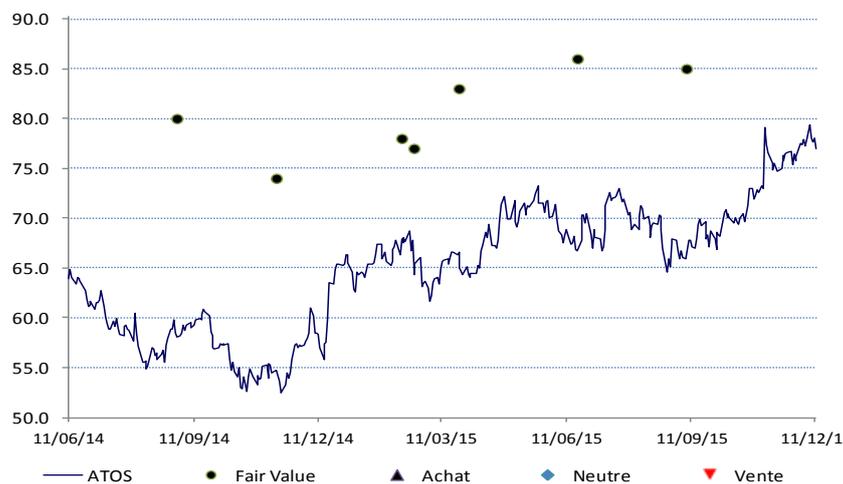
## 6.3. Tableau de financement

EURm (FYE 31/12)	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e	2018e
<b>Operating cash flow</b>	<b>489</b>	<b>502</b>	<b>549</b>	<b>803</b>	<b>958</b>	<b>1 162</b>	<b>1 361</b>
Change in WCR	82	111	105	41	137	10	14
Capital expenditure	-325	-340	-354	-473	-520	-520	-520
Disposals in fixed assets	36	35	9	40	0	0	0
Net capex	-290	-306	-345	-433	-520	-520	-520
<b>Free cash flow</b>	<b>282</b>	<b>308</b>	<b>308</b>	<b>411</b>	<b>575</b>	<b>651</b>	<b>855</b>
Investments	0	-2	0	0	0	0	0
Disposals in investments	22	10	12	6	0	0	0
Acquisitions (goodwill)	98	-26	-265	-900	-474	600	0
<b>Cash flow after investing activity</b>	<b>402</b>	<b>290</b>	<b>55</b>	<b>-483</b>	<b>101</b>	<b>1 251</b>	<b>855</b>
Dividends paid	-16	-23	-40	-31	-93	-114	-145
Issuance of shares	51	-18	-125	65	0	0	0
Cap. Incr. for minority interests	0	13	253	0	0	0	0
Incr. cash bef. loan repayments	437	262	143	-450	8	1 138	710
Repayment of loans	-50	-134	162	138	277	231	110
<b>Net increase in cash</b>	<b>387</b>	<b>129</b>	<b>304</b>	<b>-311</b>	<b>284</b>	<b>1 369</b>	<b>820</b>

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

## Price Chart and Rating History

### Atos



Ratings Date	Ratings	Price
13/12/13	BUY	EUR62.03
21/02/12	NEUTRAL	EUR43.54
22/02/08	BUY	EUR34.71

Target Price Date	Target price
07/09/15	EUR85
19/06/15	EUR86
24/03/15	EUR83
19/02/15	EUR77
10/02/15	EUR78
10/11/14	EUR74
29/08/14	EUR80
20/01/14	EUR76
10/01/14	EUR77
13/12/13	EUR75
18/11/13	EUR68
14/01/13	EUR60
28/11/12	EUR56
26/10/12	EUR53
30/07/12	EUR50
26/06/12	EUR49
26/03/12	EUR48
21/02/12	EUR45

## Bryan Garnier stock rating system

For the purposes of this Report, the Bryan Garnier stock rating system is defined as follows:

### Stock rating

BUY	Positive opinion for a stock where we expect a favourable performance in absolute terms over a period of 6 months from the publication of a recommendation. This opinion is based not only on the FV (the potential upside based on valuation), but also takes into account a number of elements including a SWOT analysis, positive momentum, technical aspects and the sector backdrop. Every subsequent published update on the stock will feature an introduction outlining the key reasons behind the opinion.
NEUTRAL	Opinion recommending not to trade in a stock short-term, neither as a BUYER or a SELLER, due to a specific set of factors. This view is intended to be temporary. It may reflect different situations, but in particular those where a fair value shows no significant potential or where an upcoming binary event constitutes a high-risk that is difficult to quantify. Every subsequent published update on the stock will feature an introduction outlining the key reasons behind the opinion.
SELL	Negative opinion for a stock where we expect an unfavourable performance in absolute terms over a period of 6 months from the publication of a recommendation. This opinion is based not only on the FV (the potential downside based on valuation), but also takes into account a number of elements including a SWOT analysis, positive momentum, technical aspects and the sector backdrop. Every subsequent published update on the stock will feature an introduction outlining the key reasons behind the opinion.

### Distribution of stock ratings

BUY ratings 56.9%

NEUTRAL ratings 33.8%

SELL ratings 9.2%

## Research Disclosure Legend

1	Bryan Garnier shareholding in Issuer	Bryan Garnier & Co Limited or another company in its group (together, the “Bryan Garnier Group”) has a shareholding that, individually or combined, exceeds 5% of the paid up and issued share capital of a company that is the subject of this Report (the “Issuer”).	No
2	Issuer shareholding in Bryan Garnier	The Issuer has a shareholding that exceeds 5% of the paid up and issued share capital of one or more members of the Bryan Garnier Group.	No
3	Financial interest	A member of the Bryan Garnier Group holds one or more financial interests in relation to the Issuer which are significant in relation to this report	No
4	Market maker or liquidity provider	A member of the Bryan Garnier Group is a market maker or liquidity provider in the securities of the Issuer or in any related derivatives.	No
5	Lead/co-lead manager	In the past twelve months, a member of the Bryan Garnier Group has been lead manager or co-lead manager of one or more publicly disclosed offers of securities of the Issuer or in any related derivatives.	No
6	Investment banking agreement	A member of the Bryan Garnier Group is or has in the past twelve months been party to an agreement with the Issuer relating to the provision of investment banking services, or has in that period received payment or been promised payment in respect of such services.	No
7	Research agreement	A member of the Bryan Garnier Group is party to an agreement with the Issuer relating to the production of this Report.	No
8	Analyst receipt or purchase of shares in Issuer	The investment analyst or another person involved in the preparation of this Report has received or purchased shares of the Issuer prior to a public offering of those shares.	No
9	Remuneration of analyst	The remuneration of the investment analyst or other persons involved in the preparation of this Report is tied to investment banking transactions performed by the Bryan Garnier Group.	No
10	Corporate finance client	In the past twelve months a member of the Bryan Garnier Group has been remunerated for providing corporate finance services to the issuer or may expect to receive or intend to seek remuneration for corporate finance services from the Issuer in the next six months.	No
11	Analyst has short position	The investment analyst or another person involved in the preparation of this Report has a short position in the securities or derivatives of the Issuer.	No
12	Analyst has long position	The investment analyst or another person involved in the preparation of this Report has a long position in the securities or derivatives of the Issuer.	No
13	Bryan Garnier executive is an officer	A partner, director, officer, employee or agent of the Bryan Garnier Group, or a member of such person’s household, is a partner, director, officer or an employee of, or adviser to, the Issuer or one of its parents or subsidiaries. The name of such person or persons is disclosed above.	No
14	Analyst disclosure	The analyst hereby certifies that neither the views expressed in the research, nor the timing of the publication of the research has been influenced by any knowledge of clients positions and that the views expressed in the report accurately reflect his/her personal views about the investment and issuer to which the report relates and that no part of his/her remuneration was, is or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed in the report.	Yes
15	Other disclosures	Other specific disclosures: Report sent to Issuer to verify factual accuracy (with the recommendation/rating, price target/spread and summary of conclusions removed).	No

Summary of Investment Research Conflict Management Policy is available [www.bryangarnier.com](http://www.bryangarnier.com)



## BRYAN, GARNIER & CO

London	Paris	New York	Geneva	New Delhi
Beaufort House 15 St. Botolph Street London EC3A 7BB Tel: +44 (0) 207 332 2500 Fax: +44 (0) 207 332 2559 Authorised and regulated by the Financial Conduct Authority (FCA)	26 Avenue des Champs Elysées 75008 Paris Tel: +33 (0) 1 56 68 75 00 Fax: +33 (0) 1 56 68 75 01 Regulated by the Financial Conduct Authority (FCA) and the Autorité de Contrôle prudentiel et de résolution (ACPR)	750 Lexington Avenue New York, NY 10022 Tel: +1 (0) 212 337 7000 Fax: +1 (0) 212 337 7002 FINRA and SIPC member	rue de Grenus 7 CP 2113 Genève 1, CH 1211 Tel +4122 731 3263 Fax+4122731 3243 Regulated by the FINMA	The Imperial Hotel Janpath New Delhi 110 001 Tel +91 11 4132 6062 +91 98 1111 5119 Fax +91 11 2621 9062

### Important information

This document is classified under the FCA Handbook as being investment research (independent research). Bryan Garnier & Co Limited has in place the measures and arrangements required for investment research as set out in the FCA's Conduct of Business Sourcebook.

This report is prepared by Bryan Garnier & Co Limited, registered in England Number 03034095 and its MIFID branch registered in France Number 452 605 512. Bryan Garnier & Co Limited is authorised and regulated by the Financial Conduct Authority (Firm Reference Number 178733) and is a member of the London Stock Exchange. Registered address: Beaufort House 15 St. Botolph Street, London EC3A 7BB, United Kingdom

This Report is provided for information purposes only and does not constitute an offer, or a solicitation of an offer, to buy or sell relevant securities, including securities mentioned in this Report and options, warrants or rights to or interests in any such securities. This Report is for general circulation to clients of the Firm and as such is not, and should not be construed as, investment advice or a personal recommendation. No account is taken of the investment objectives, financial situation or particular needs of any person.

The information and opinions contained in this Report have been compiled from and are based upon generally available information which the Firm believes to be reliable but the accuracy of which cannot be guaranteed. All components and estimates given are statements of the Firm, or an associated company's, opinion only and no express representation or warranty is given or should be implied from such statements. All opinions expressed in this Report are subject to change without notice. To the fullest extent permitted by law neither the Firm nor any associated company accept any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from the use of this Report. Information may be available to the Firm and/or associated companies which are not reflected in this Report. The Firm or an associated company may have a consulting relationship with a company which is the subject of this Report.

This Report may not be reproduced, distributed or published by you for any purpose except with the Firm's prior written permission. The Firm reserves all rights in relation to this Report.

Past performance information contained in this Report is not an indication of future performance. The information in this report has not been audited or verified by an independent party and should not be seen as an indication of returns which might be received by investors. Similarly, where projections, forecasts, targeted or illustrative returns or related statements or expressions of opinion are given ("Forward Looking Information") they should not be regarded as a guarantee, prediction or definitive statement of fact or probability. Actual events and circumstances are difficult or impossible to predict and will differ from assumptions. A number of factors, in addition to the risk factors stated in this Report, could cause actual results to differ materially from those in any Forward Looking Information.

Disclosures specific to clients in the United Kingdom

This Report has not been approved by Bryan Garnier & Co Limited for the purposes of section 21 of the Financial Services and Markets Act 2000 because it is being distributed in the United Kingdom only to persons who have been classified by Bryan Garnier & Co Limited as professional clients or eligible counterparties. Any recipient who is not such a person should return the Report to Bryan Garnier & Co Limited immediately and should not rely on it for any purposes whatsoever.

Notice to US investors

This research report (the "Report") was prepared by Bryan Garnier & Co Limited for information purposes only. The Report is intended for distribution in the United States to "Major US Institutional Investors" as defined in SEC Rule 15a-6 and may not be furnished to any other person in the United States. Each Major US Institutional Investor which receives a copy of this Report by its acceptance hereof represents and agrees that it shall not distribute or provide this Report to any other person. Any US person that desires to effect transactions in any security discussed in this Report should call or write to our US affiliated broker, Bryan Garnier Securities, LLC, 750 Lexington Avenue, New York NY 10022. Telephone: 1-212-337-7000.

This Report is based on information obtained from sources that Bryan Garnier & Co Limited believes to be reliable and, to the best of its knowledge, contains no misleading, untrue or false statements but which it has not independently verified. Neither Bryan Garnier & Co Limited and/or Bryan Garnier Securities LLC make no guarantee, representation or warranty as to its accuracy or completeness. Expressions of opinion herein are subject to change without notice. This Report is not an offer to buy or sell any security.

Bryan Garnier Securities, LLC and/or its affiliate, Bryan Garnier & Co Limited may own more than 1% of the securities of the company(ies) which is (are) the subject matter of this Report, may act as a market maker in the securities of the company(ies) discussed herein, may manage or co-manage a public offering of securities for the subject company(ies), may sell such securities to or buy them from customers on a principal basis and may also perform or seek to perform investment banking services for the company(ies).

Bryan Garnier Securities, LLC and/or Bryan Garnier & Co Limited are unaware of any actual, material conflict of interest of the research analyst who prepared this Report and are also not aware that the research analyst knew or had reason to know of any actual, material conflict of interest at the time this Report is distributed or made available.