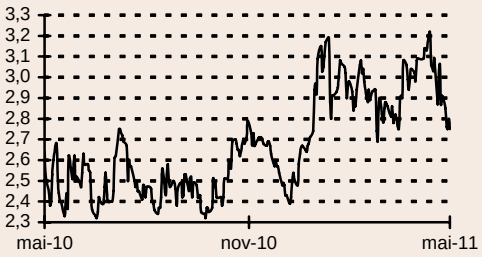
Portzamparc
Société de Bourse

ACTEOS

Logiciels et services informatiques



Marché	**Eurolist - Comp. C**
ISIN / Mnémonique	FR0000076861 / EOS
Reuters / Bloomberg	DTNC.PA / EOS:FP
Indice	CAC Allshares
Contrat d'animation Portzamparc	
Capitalisation (M€)	**8,1**
Flottant (%)	41,4%
Nbre de Titres (millions)	2,955
Date de clôture	31-Dec
Actionnariat	
Joseph Felfeli	55,1%
Autocontrôle	3,5%
Flottant	41,4%

	10	11e	12e
PER	**16,9**	**10,5**	**7,9**
PCF	7,4	5,4	4,3
VE/CA	0,5	0,4	0,3
VE/ROP	8,6	4,6	2,7
PAN	1,8	1,6	1,2
Rendement	0,0%	0,0%	0,0%
Free Cash Flow Yield	0,5%	8,6%	12,4%
ROACE	16,4%	59,4%	65,1%
CA	**10,2**	**11,4**	**12,4**
var. n/n-1	*-3,8%*	*12,1%*	*8,2%*
EBE	0,9	1,4	1,8
ROP	0,5	1,0	1,3
% CA	*5,3%*	*8,7%*	*10,8%*
RN Pdg corrigé	0,4	0,8	1,0
% CA	*4,3%*	*6,8%*	*8,3%*
BNPA	**0,15**	**0,26**	**0,35**
var. n/n-1	*30,5%*	*76,0%*	*32,3%*
ANPA	1,4	1,8	2,2
Dividende net	0,00	0,00	0,00
Fonds propres	**4,2**	**5,2**	**6,6**
Gearing	-65,3%	-66,2%	-68,0%

Nicolas Royot
Vincent Le Sann
+33 (0)2 40 44 94 09
+33 (0)2 40 69 77 65
royot@portzamparc.fr

Cours : 2,8€ au 20 mai 2011

Objectif : 4,4€

ACHETER (1)
Opinion inchangée

Prêt pour la croissance

Acteos est un éditeur de logiciels pour le Supply Chain Management (pilotage de la chaîne logistique) et la Mobilité. Les solutions proposées par le groupe visent à optimiser les flux de la chaîne logistique en agissant sur le niveau (et donc le coût) des stocks, sur la disponibilité des produits (éviter les ruptures) et plus généralement sur le BFR du client.

Retour à la croissance. Après plusieurs années de stabilité, le chiffre d'affaires d'Acteos devrait afficher une progression soutenue en 2011. Désormais réorganisé, le groupe souhaite profiter du potentiel du marché, aiguisé par la crise économique. Le S2 2010 a marqué un rebond des ventes tant en séquentiel (+29%) qu'en glissement annuel (+22,5%). La progression du carnet de commandes laisse entrevoir une poursuite de ce mouvement. Il s'appuiera sur l'offre Point de Vente (achevée en 2009) qui permet à Acteos de proposer une solution intégrée à ses clients.

Amélioration de la rentabilité. Dans un métier à coûts fixes, l'augmentation des ventes se traduira par une amélioration notable de la profitabilité. L'évolution favorable du mix produits, à travers le recentrage de l'activité vers les revenus récurrents et l'édition de logiciels, sera un levier supplémentaire sur les marges. Nous attendons ainsi une poursuite de l'amélioration de la marge opérationnelle : après 3,2% en 2008, 3,6% en 2009 et 5,3% en 2010, nous estimons la marge à 8,7% en 2011 et 10,8% en 2012.

Des objectifs ambitieux liés à de la croissance externe. A plus long terme, les guidances fournies par le management sont ambitieuses. Ainsi, Acteos vise un niveau de ventes de 50M€ pour 2014, conjugué à une marge opérationnelle de 20%. Cet objectif reste conditionné à la réalisation d'opérations de croissance externe. Selon nous, le groupe pourrait chercher des cibles entre 5 et 10M$: 1/ sur le marché américain, pour accélérer sa croissance sur ce marché et 2/ sur le marché européen, pour accroître ses parts de marché.

Implantation prudente en Amérique du Nord. Dès 2011, Acteos va mettre un pied sur le sol américain à travers un partenariat avec la société canadienne BeVolution. Les risques liés à cette expansion géographique sont limités par le choix d'un modèle de ventes indirectes et le soutien financier de la Coface pour 1M€.

Un newsflow positif à venir. Les prochains mois seront caractérisés par la publication d'un niveau de ventes en croissance, avec notamment un effet de base favorable sur le premier semestre. Par ailleurs, l'évolution du développement aux Etats-Unis et d'éventuelles opérations de croissance externe animeront le dossier.

L'exercice 2011 marquera le retour à la croissance des ventes en lien avec un fort dynamisme commercial. La société, désormais restructurée, est prête à accompagner la croissance du marché. Par ailleurs, cette année sera marquée par la prise de position en Amérique du Nord et la recherche de cibles permettant de compléter l'offre du groupe, tant sur le plan technologique que géographique. Nous initions le suivi du dossier avec une recommandation Acheter (1) et un objectif de cours de 4,4€ (DCF, comparables).

Sommaire

Matrice Swot **p 4**

Thème d'investissement : vers une forte progression des ventes et des marges **p 6**

I - Un marché mieux orienté **p 7**

I.1 - Qu'est ce que le SCM ? p 7

I.2 - La crise a accéléré la croissance structurelle du marché p 8

II - Acteos en ordre de marche **p 9**

II.1 - Une société réorganisée avec des objectifs ambitieux p 9

II.2 - Retour à la croissance organique… p 10

II.3 - …mais aussi aux acquisitions p 10

III - Une implantation prudente en Amérique du Nord **p 12**

III.1 - Sur le plan opérationnel p 12

III.2 - Sur le plan financier p 12

III.3 - Un catalyseur sur les ventes et la marge p 12

IV - Le S2 2010 montre la voie **p 13**

IV.1 - Une croissance forte et rentable p 13

IV.2 - Les succès commerciaux valident la poursuite de cette dynamique p 13

IV.3 - Confirmation au T1 2011 p 14

V - Valorisation **p 15**

Grilles financières **p 18**

Avertissements / mentions obligatoires **p 21**

Matrice SWOT – Acteos	
Forces	**Faiblesses**
Solutions permettant de réduire de 20 à 40% les immobilisations des clients. Le retour sur investissements est concrètement mesurable	Absence de taille critique sur un marché dominé par de grands acteurs (ex : Manhattan Associates CA 2010 > 220M€)
Une offre intégrée unique pour les domaines (Approvisionnement, Entrepôt & Centrale de Distribution, Transports) contre 3 offres différentes pour la plupart des concurrents	Part encore faible du CA récurrent (20%)
Avance technologique forte issue des investissements réalisés en R&D (13% CA 2010)	Liquidité du titre : flottant réduit (environ 40%)
Produits adaptés aux bas de cycle	
Opportunités	**Risques**
Démarche prudente et sécurisée en Amérique du Nord	Difficulté de pénétration du marché US
Relance de la politique d'acquisition (2,7M€ de trésorerie nette fin 2010)	Difficulté à atteindre les objectifs 2014
Amélioration des marges par modification du mix produits	
Pénétration du marché de l'habillement (50% du marché de la distribution) dont le groupe est aujourd'hui absent	
Augmentation de la part récurrente du CA	

Source : Portzamparc

Historique du groupe

1986 Création de Datatronic (précédent nom d'Acteos) par Joseph Felfeli

2000 Introduction au Nouveau Marché

2000 Acquisition de Syspac (France)

2001 Acquisition de Cohse GmbH (Allemagne)

2001 Changement de dénomination sociale : Datatronic devient Acteos

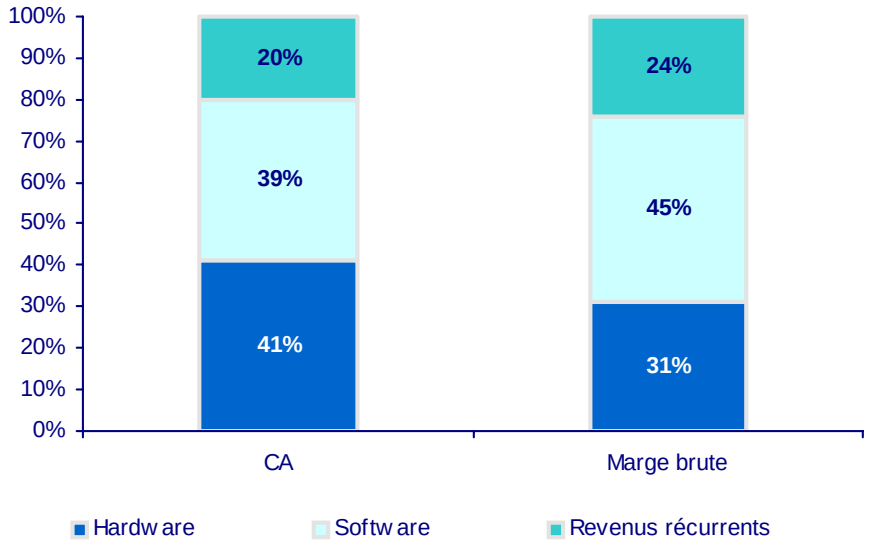
2003 Création d'Acteos Liban pour augmenter les capacités de développement du groupe

2006 Obtention de la certification Entreprise Innovante (label Oseo)

2008 Plan opérationnel d'économie et de redressement

2009 Lancement de l'offre SaaS

Répartition du CA et de la marge brute 2009 (M€)



Source : Société

Thème d'investissement : vers une forte progression des ventes et des marges

Un acteur réorganisé. Après 3 ans de restructuration (suite à un conflit juridique, une organisation cloisonnée entre pays et divisions…) et d'investissements R&D, Acteos dispose aujourd'hui d'une organisation clarifiée et d'un socle technologique performant.

Des solutions efficaces. Les logiciels édités par Acteos visent à piloter la logistique sur toute la chaîne de production. Pour cela, il faut optimiser l'approvisionnement en réduisant les stocks, les coûts et les délais de livraison entre la production et la consommation, tout en améliorant la qualité des produits et des services. L'efficacité du produit est immédiatement mesurable pour le client durant une phase de test, ce qui facilite la démarche commerciale et la conclusion de la vente.

La crise a accéléré la croissance du marché. La raréfaction des capitaux conduit les sociétés à se tourner vers des solutions leur permettant de maîtriser leurs ressources (immobilisations, hommes…). Selon une étude réalisée par Gartner, d'ici à 2015 les taux d'équipements de logiciels SCM (Supply Chain Management, ou en français GCL, gestion de la chaîne logistique) devraient passer de 20 à 50% pour le marché du transport et de 10 à 30% pour le marché des approvisionnements.

Des avantages concurrentiels. Les investissements réalisés en R&D depuis 2007 permettent à Acteos de présenter un produit à forte valeur ajoutée. La société est notamment l'une des seules à avoir un concept intégré contre 3 offres différentes pour la concurrence (Approvisionnement, Entrepôt/Centrale de Distribution, Transports). Ces solutions se comparent favorablement à la concurrence dans la réduction de stocks (baisse de 20%) et dans la suppression des ruptures d'approvisionnement. L'impact est également positif au niveau des ventes réalisées par le client. L'achèvement de la solution Point de Vente en 2009 et son démarrage commercial et opérationnel en 2010 sont un levier fort pour le groupe, lui permettant de disposer d'une offre complète et d'augmenter la taille des contrats adressés.

Retour à la croissance organique. Fort de cette solution technologique et d'un marché plus porteur, Acteos vise une croissance à deux chiffres en 2011 et une nette amélioration de la rentabilité. La progression du carnet de commandes fin 2010 (+41%) et les succès commerciaux enregistrés début 2011 valident ce scénario. La croissance organique dans les zones géographiques déjà adressées par Acteos (essentiellement France et Allemagne) sera complétée par la pénétration du marché américain.

Cap sur l'Amérique du Nord ! Le groupe prévoit d'entrer sur le marché américain dès 2011, à travers un mode de commercialisation indirect dans un premier temps. Cette implantation vise à adresser le premier marché mondial en profitant de l'avance technologique des solutions Acteos.

Une volonté affichée de réaliser des acquisitions. La taille d'Acteos est à ce stade trop faible et le groupe entend accélérer les gains de parts de marché grâce à des acquisitions, susceptibles d'être réalisées tant sur le marché européen qu'en Amérique du Nord.

Des leviers sur les marges. La croissance des ventes entraînera logiquement une amélioration notable de la rentabilité, eu égard au modèle de coûts essentiellement fixes d'un éditeur de logiciels. Par ailleurs, le passage progressif à un mode de ventes par un réseau de partenaires, aux Etats-Unis mais également en Europe, permettra de faire croître le chiffre d'affaires à structure de coûts constante.

Le newsflow nous semble ainsi porteur sur ce dossier, avec d'une part, le redressement des ventes et de la rentabilité et, d'autre part, la politique de croissance externe. La valorisation nous semble raisonnable par rapport aux perspectives présentées. Nous initions le suivi du titre avec une recommandation Acheter (1) et un objectif de cours de 4,4€.

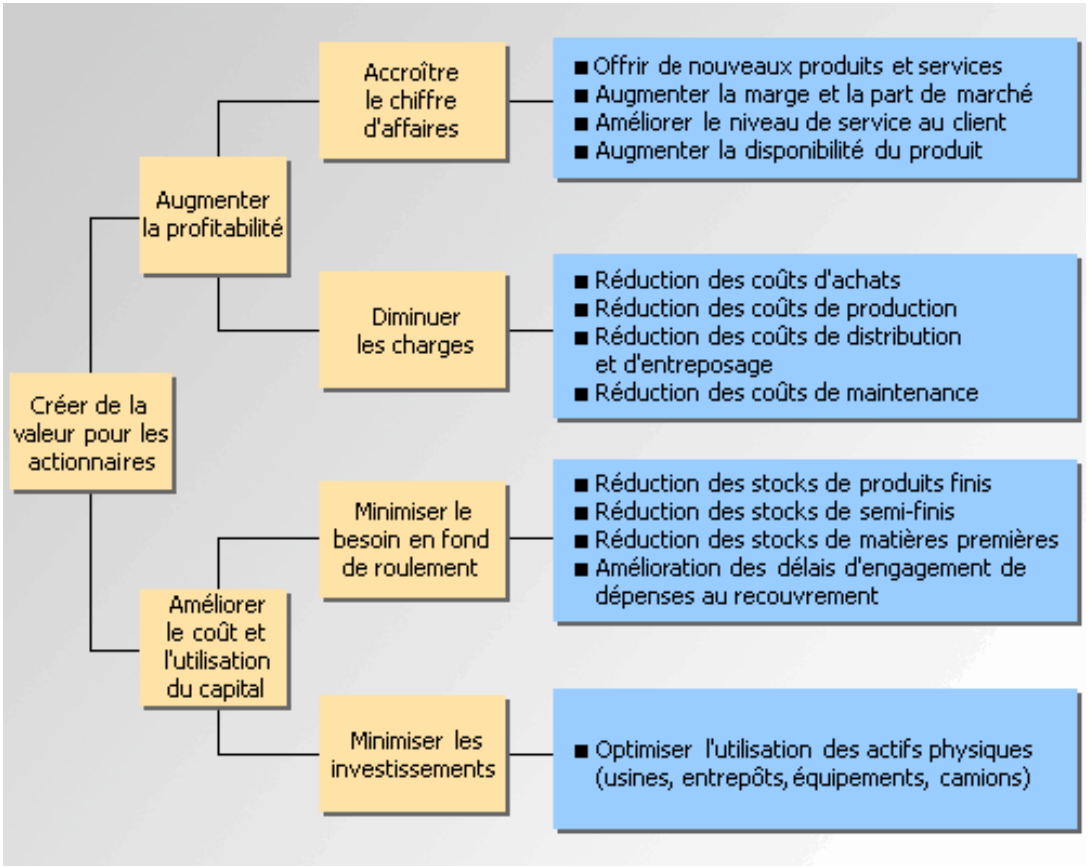
I - Un marché mieux orienté

I.1 - Qu'est-ce que le SCM ?

Dans le processus de production d'un bien, le temps de réalisation d'un produit est fortement conditionné par la logistique : achat, approvisionnement, gestion des stocks, transport, manutention… Ainsi, on appelle SCM (Supply Chain Management), les outils et méthodes visant à améliorer et automatiser l'approvisionnement en réduisant les stocks, les coûts et les délais de livraison entre la production et la consommation, tout en améliorant la qualité des produits et des services.

Le processus est vu dans sa globalité, le SCM doit coordonner la gestion des flux pour arriver à un optimum global, souvent différent de la somme des optimums locaux dont l'atteinte répond bien souvent à des intérêts contradictoires. Le SCM intervient tout au long de la chaîne de valeur, des approvisionnements à la gestion des retours, en passant par la production, la gestion des stocks et des entrepôts, le transport et la distribution.

Création de valeur grâce au SCM



Source : SAP

Le but est de se rapprocher d'un processus en "flux tendu", limitant au minimum les stocks dans toute la chaîne de production. Les outils de SCM s'appuient sur les informations de capacité de production présentes dans le système d'information de l'entreprise pour passer automatiquement des ordres de commandes. Ils permettent de suivre le cheminement des pièces (on parle de traçabilité) entre les différents intervenants de la chaîne logistique mais également de planifier et de prévoir les volumes afin de faciliter la gestion des ressources (machines, hommes, espaces…)

I.2 - La crise a accéléré la croissance structurelle du marché

Le marché du SCM est soutenu par des tendances structurelles qui vont porter sa croissance.

- La **mondialisation** génère de nouveaux concurrents et une complexité accrue du fait de l'internationalisation des entreprises en matière de structure interne, d'accès au marché et de processus de gestion. Cette globalisation des marchés nécessite de trouver de nouveaux gisements de productivité.
- Le comportement des **clients** évolue vers des exigences et des attentes toujours plus fortes. Elles conduisent à une personnalisation accrue des produits et services sur des marchés qui ne cessent de se fragmenter. Il en résulte un raccourcissement des cycles de vie des produits, entraînant une inévitable diminution des délais de mise sur le marché et de mise en production pour assurer la rentabilité des produits et l'indispensable time to market.
- La crise financière a entraîné une **raréfaction du capital** et une volonté de réduire le niveau des immobilisations en optimisant au maximum l'emploi du personnel, des stocks et des capacités. Indirectement, la crise a fait murir le marché en mettant en avant la nécessité de piloter la logistique.

Tous ces éléments accentuent la nécessité de partager les informations relatives à la demande des consommateurs sur l'ensemble du réseau logistique et de synchroniser les flux. La crise a entraîné une prise de conscience généralisée de l'importance de la gestion des immobilisations.

Selon une étude réalisée par Gartner, d'ici à 2015 les taux d'équipements de logiciels SCM devraient passer de 20 à 50% pour le marché du transport et de 10 à 30% pour le marché des approvisionnements.

Selon la société, le marché mondial du Supply Chain Execution (SCE) serait de l'ordre d'1Md€ environ, dont 30% en Europe. Acteos estime détenir 6% de part de marché en France sur une taille globale de 100M€ selon le cabinet Audouin Consultants. Sur le seul marché de la clientèle française de la Grande Distribution, la part de marché du groupe est de l'ordre de 15%.

En effet, les débouchés d'Acteos se situent essentiellement dans :

	2008	2009	2010
Distribution	23%	41%	41%
Industriels	62%	52%	46%
Prestataires logistiques	11%	5%	13%
Autres	4%	2%	0%

Source : Société

A noter que les poids des principaux clients s'est affaibli en 2010, avec moins de la moitié du CA réalisé avec les dix premiers clients du groupe.

	2008	2009	2010
1er client	14%	11%	11%
5 premiers clients	37%	38%	29%
10 premiers clients	50%	53%	41%
20 premiers clients	65%	67%	55%

Source : Société

Les principaux concurrents d'Acteos sont des acteurs globaux principalement orientés vers la logistique (Manhattan Associates, Redprairie, SSA, Aldata, JDE) et des acteurs spécialisés par segment de marché (@-sis, Generix et Hardis). Par ailleurs, le groupe subit la concurrence partielle des éditeurs de PGI (Progiciels de Gestion Intégrés, ERP) qui ont tous une offre de fonctionnalités logistiques : SAP, ORACLE Applications, Microsoft Dynamics, même si celle-ci est généralement moins poussée.

II - Acteos en ordre de marche

II.1 - Une société réorganisée avec des objectifs ambitieux

La restructuration de la société, initiée en 2007, s'est achevée en 2009 et a permis au groupe de retrouver l'équilibre opérationnel dès le S2 2008. Cette réorganisation a concerné notamment la filiale allemande achetée en 2001 mais qui n'avait pas pu être intégrée plus tôt pour des problématiques juridiques.

L'organisation, jusqu'alors cloisonnée entre les différents pays (France/Allemagne/Liban) et les différents métiers (R&D/Marketing/Commercial) a été remodelée :

- renforcement des organes de direction (recrutement d'un directeur administratif et financier, optimisation des processus de production sous une direction unique…),
- fusion des divisions Marketing et Commercial,
- création d'une division Consulting, pour affiner la collaboration avant vente et mieux cerner les attentes du client et du marché,
- adoption du mode de commercialisation "try and buy" : le client teste la solution Acteos par rapport à sa solution existante. Des données mesurables lui permettent une comparaison efficace.

Par ailleurs, une offre SaaS a été lancée et Acteos a massivement investi en R&D pour compléter son offre et maîtriser l'ensemble de la chaîne logistique.

Ainsi, Acteos a finalisé en 2009 le développement du logiciel ActeosPPOS : une solution modulaire de calcul prévisionnel et d'approvisionnement optimisé du point de vente, premier niveau de la Supply Chain, face au client final. Déployée pour la première fois en 2010, cette offre sera le fer de lance du groupe dans sa dynamique commerciale.

Suite à cette extension horizontale de l'offre, Acteos est un des seuls éditeurs à proposer une offre intégrée répondant aux trois problématiques majeures (Transport,

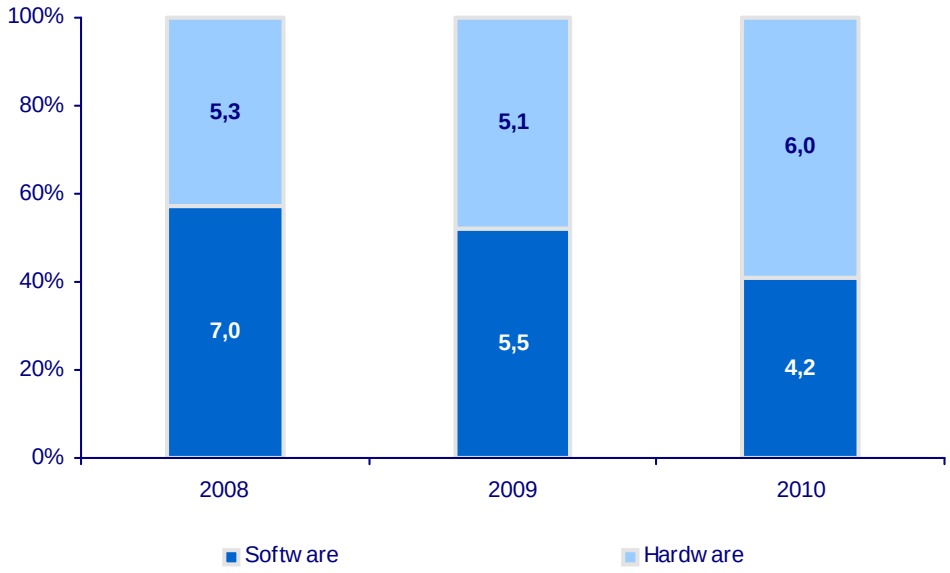
Entrepôt/Centrale de Distribution, Approvisionnement). L'objectif est désormais de verticaliser l'offre sur certains secteurs, en particulier la distribution, l'industrie pharmaceutique, l'agro-alimentaire…

Les ventes du groupe se répartissent entre :

- Software (39% CA 2010) : édition de logiciels,
- Hardware (41% CA 2010) : en complément des produits Software, Acteos réalise des projets d'intégration (terminaux, Wireless, RFID, vocal, serveurs, réseaux, problématiques DSI…),
- revenus récurrents (20% CA 2010) : maintenance et SaaS.

Au cours des dernières années, la part du CA réalisée par les ventes de Softwares et de revenus récurrents a fortement progressé, passant de 43% en 2008 à 59% en 2010. Cette croissance du poids des activités core business est une décision délibérée du groupe de se recentrer sur les prestations à forte valeur ajoutée.

Evolution du mix produits



Source : Société, Portzamparc

Disposant désormais d'une structure assainie et d'un socle technologique performant, Acteos souhaite atteindre à horizon 2014 un chiffre d'affaires de 50M€ pour un résultat opérationnel de 20%. Cet objectif reste conditionné à la réalisation d'opérations de croissance externe en complément de la croissance organique.

II.2 - Retour à la croissance organique…

La croissance des ventes proviendra des succès commerciaux des produits Acteos, notamment dans les secteurs cibles que sont : 1/ la distribution : grande et spécialisée et 2/ l'industrie : agroalimentaire, pharmacie/cosmétique et industries lourdes (transformation, chimie, énergie, BTP, automobile…).

Cette dynamique commerciale s'appuiera sur la qualité technologique des produits, sur le développement du cross-selling sur le portefeuille existant, sur la commercialisation "try and buy" et sur le lancement d'une offre dédiée aux points de vente. Cette offre complète permettra ensuite de remonter l'ensemble de la chaîne de valeur : fournisseurs, transporteurs, entrepôts…

Le contrat remporté avec Schiever (1,2M€) illustre la pertinence de cette stratégie : c'est le premier contrat signé par Acteos avec sa solution Point de Vente, finalisée en 2009. Schiever est un groupe de distribution franchisé qui regroupe plus de 150 points de vente (Auchan Atac, Maximarché, Weldom…).

Enfin, Acteos étudie la possibilité de développer progressivement un modèle de commercialisation basé sur les ventes indirectes en Europe, à travers des partenariats avec des SSII et/ou des intégrateurs.

Le retour au premier plan d'Acteos intervient dans un environnement globalement favorable aux éditeurs de logiciels en France (croissance de 3%e en 2011 selon le Syntec) et en Allemagne où une forte reprise se dessine. Les secteurs industriels, de la distribution et de l'agroalimentaire devraient être les plus dynamiques.

II.3 - …mais aussi aux acquisitions

L'atteinte de l'objectif de 50M€ de CA à horizon 2014 passe par le retour à une stratégie de croissance externe. Les dernières opérations datent de 10 ans (2000 et 2001). Cette politique d'acquisitions aura pour but d'accélérer le déploiement de l'offre d'Acteos pour profiter de son avance technologique par rapport à ses concurrents. La finalité est donc le gain de parts de marché et non pas un complément technologique ou géographique.

Les sociétés visées réalisent un CA de l'ordre de 5 à 10M$. Géographiquement, ces opérations pourraient être réalisées 1/ en Amérique du Nord, pour profiter du fort potentiel du marché et accéder à des bases de clients; ou 2/ en Europe, afin d'accélérer le rythme de gains de part de marché. Acteos pourrait ainsi participer à la consolidation en cours du secteur européen du logiciel. Le groupe devrait réaliser ses premières opérations de croissance externe fin 2012 ou en 2013.

Le financement de cette stratégie expansionniste sera assuré par la trésorerie nette du groupe (2,7M€ fin 2010) qui devrait être complétée par une augmentation de capital en fonction de la taille de la cible.

III - Une implantation prudente en Amérique du Nord

L'exercice 2011 verra Acteos faire ses premiers pas sur le continent américain, de manière prudente et mesurée.

III.1 - Sur le plan opérationnel

Cette implantation passera par un système de ventes indirectes, facilité par un accord signé avec Bevolution (Canada et Etats-Unis), une société d'entrepreneurs spécialisés dans le secteur des éditeurs de logiciels. Ainsi, Bevolution sera en charge de mettre en place un réseau de partenaires parmi les intégrateurs, éditeurs et consultants qui proposera les solutions Acteos à leurs clients.

III.2 - Sur le plan financier

L'approche d'Acteos dans son désir d'implantation aux Etats-Unis nous semble prudente. La société bénéficie du soutien financier de la Coface à hauteur de 1M€ dont 350k€ en 2011 permettant de financer tous les frais de prospection commerciale, de localisation de l'offre marketing, d'avant vente et de développement produit. Le développement par ventes indirectes, sans investissement dans une force commerciale dans un premier temps (pas avant CA >0,5M$), limite les risques de pertes financières pour le groupe.

III.3 - Un catalyseur fort sur les ventes et la marge

Le potentiel du marché en Amérique du Nord est très important, caractérisé par une demande croissante dans le mid-market pour des logiciels d'optimisation de processus et de maîtrise des coûts. La concurrence y est dense mais l'offre d'Acteos se différencie par : 1/ un modèle de commercialisation et d'intégration indirect vs des ventes directes pour les concurrents qui privilégient la vente de services, 2/ un concept intégré vs 3 offres dans chacun des domaines (Approvisionnement, Entrepôt/Centrale de distribution et Transports) pour la majorité des concurrents et 3/ une technologie plus avancée, notamment dans le domaine des prévisions de consommation et du suivi des événements (promotion, jours de fête, jours fériés).

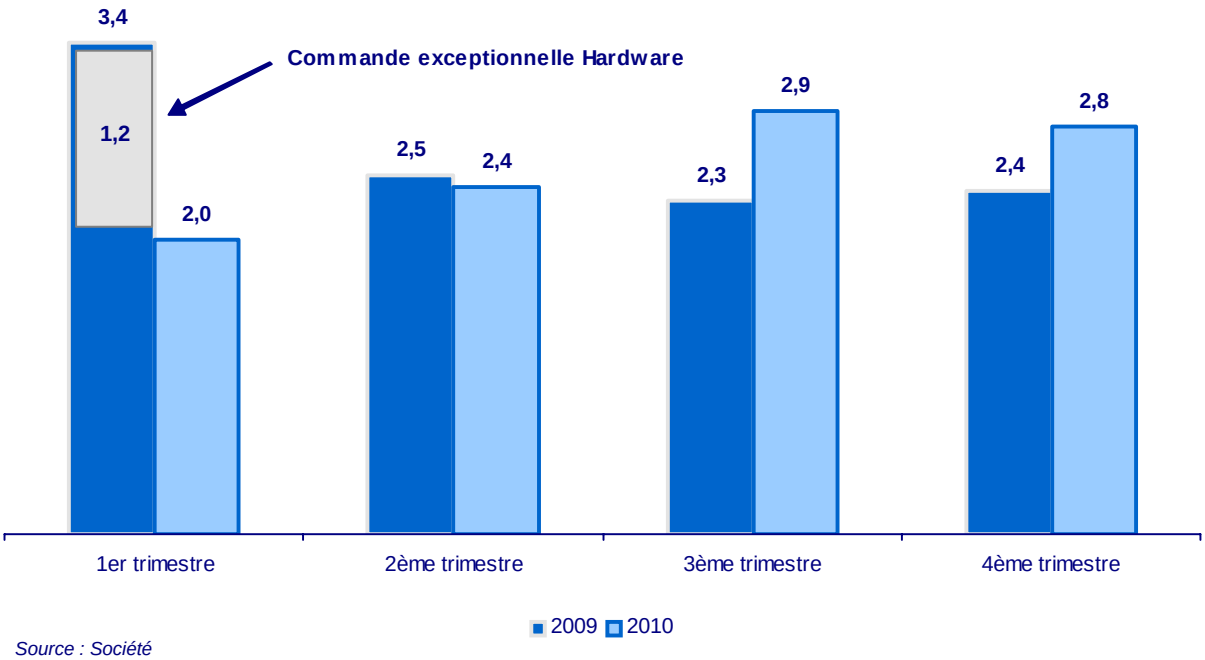
Le développement en Amérique du Nord constitue également un levier sur les marges car Acteos ne fournira pas de prestations d'intégration mais uniquement des ventes de licences, activité la plus rentable.

IV - Le S2 2010 montre la voie

IV.1 - Une croissance forte et rentable

Le second semestre 2010 a marqué le retour à la croissance d'Acteos, après un premier début d'année en décroissance. Toutefois, la baisse apparente de 25% des ventes au S1 2010 doit être relativisée par un effet de base particulièrement défavorable : au T1 2009, Acteos avait réalisé des livraisons exceptionnelles de hardware pour un montant de 1,2M€. Hors cet effet, la contraction du CA sur le S1 2010 se limite à 4,5%.

Reprise de la croissance au S2



Source : Société

Le S2 est plus vigoureux, tant en séquentiel (+29%) qu'en glissement annuel (+22,5%). Grâce à ce fort rebond de l'activité sur la seconde partie de l'exercice, le chiffre d'affaires annuel ressort à 10,2M€ en repli limité par rapport à la même période de 2009 à -3,6%. Hors ventes exceptionnelles de hardware début 2009, l'exercice 2010 se serait achevé sur une croissance de 8,6% du CA.

IV.2 - Les succès commerciaux valident la poursuite de cette dynamique

L'exercice 2010 a surtout concrétisé le dynamisme commercial d'Acteos avec une dizaine de nouveaux contrats signés (Daimler, Saga, Paris Store, Sonepar Ile-de-France, Saint-Michel, Delpeyrat, Maison de champagne G.H. Mumm …). Au total, la moitié des prises de commandes 2010 en France a été réalisée sur des nouveaux clients. Le carnet de commandes ressort à 2,9M€ à fin décembre 2010, en progression de plus de 40%.

Cette embellie sur les contrats semble se confirmer en 2011 avec la signature depuis le début de l'année de nouvelles références, dans les secteurs de l'énergie et de la distribution en France et dans le domaine de la traçabilité en Allemagne.

Sur cette base (carnet de commandes en hausse, dynamique commerciale…), Acteos vise une croissance à deux chiffres de son CA en 2011 associée à une nette progression de sa rentabilité. Cet objectif nous semble réaliste : nous attendons à ce stade un CA de 4,6M€ en progression de 15% et un résultat opérationnel de 1M€ matérialisant une marge opérationnelle de 8,7%.

Ce regain de croissance devrait se poursuivre en 2012 et au-delà, soutenu par le développement du groupe en Amérique du Nord. A ce stade, nos prévisions n'incluent pas de contribution des acquisitions prévues par Acteos, les données présentées reflètent donc l'évolution purement organique de l'activité.

	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Software	**3,3**	**4,0**	**4,6**	**5,1**	**5,7**
var en %		21,20%	15,00%	12,00%	12,00%
Hardware	**5,5**	**4,2**	**4,7**	**4,9**	**5,1**
var en %		-24,04%	11,46%	5,00%	5,00%
Revenus récurrent	**1,8**	**2,0**	**2,2**	**2,3**	**2,5**
var en %		13,34%	7,00%	7,00%	7,00%
Total Net Sales	**10,6**	**10,2**	**11,4**	**12,4**	**13,4**
var en %	-13,7%	-3,7%	11,9%	8,2%	8,3%
Marge brute	**7,2**	**7,4**	**8,3**	**9,1**	**10,0**
marge		72,1%	72,7%	73,7%	74,7%
EBIT	**0,4**	**0,5**	**1,0**	**1,3**	**1,7**
marge	4,1%	5,0%	8,7%	10,8%	12,7%
RNPG	**0,5**	**0,6**	**1,0**	**1,4**	**1,7**
marge	4,4%	5,6%	9,0%	11,0%	13,0%

Source : Portzamparc

IV.3 - Confirmation au T1 2011

Dans la lignée de la croissance solide enregistrée lors du S2 2010, l'éditeur affiche un T1 2011 très dynamique : les ventes progressent de 33% à 2,71M€.

Les ventes réalisées en France (65% CA) progressent de 30% et celles réalisées en Allemagne (35% CA) augmentent de 39%. Par division, les activités les plus contributives à la rentabilité - Software et revenus récurrents (maintenance, SaaS) - affichent une croissance de 12% à 1 534K€. Elles concentrent 56,6% du chiffre total du trimestre. Le Hardware (46% CA) progresse fortement (+76%) à 1,176M€ grâce à un effet de base favorable et un retour à une activité cohérente avec les ventes de Softwares.

Les prises de commandes (2,1M€) progresse de 21% mais le carnet de commandes au 31 mars ressort à 2,36M€ en repli de 4% vs T1 10 et de -19% en séquentiel en raison du fort niveau de CA enregistré sur ce trimestre. Par ailleurs, en mai 2011 Acteos a remporté un contrat important auprès de Cora Belgique pour le déploiement progressif de 2 solutions modularisées, l'une portant sur l'approvisionnement des points de vente et l'autre sur l'optimisation des transports.

Ce solide début d'exercice permet à Acteos de confirmer sa volonté d'afficher une croissance à 2 chiffres en 2011 et d'améliorer de nouveau sa rentabilité.

V - Valorisation

En dépit d'un solide parcours boursier depuis janvier (+12%), le titre est en baisse sur 3 ans (-6,6%). Notre objectif de cours est fixé à 4,4€ par action, synthèse d'une valorisation par DCF (4,4€/action) et par les sociétés comparables (4,4€/action).

Valorisation	Valeur par action
Comparables	4,4€
DCF	4,4€
Moyenne	**4,4€**

Source : Portzamparc

- **DCF**

Les principales hypothèses sur la période 2010-14e sont les suivantes :

- évolution du CA et des résultats conformes à nos prévisions (cf IV.2),
- utilisation des reports déficitaires en France (9M€) et en Allemagne (2M€). Les impôts sont donc réduits hors Etats-Unis,
- progression des amortissements en lien avec la hausse des charges de R&D qui sont immobilisées,
- croissance des investissements de 10% par an,
- BFR ramené progressivement à 3%CA, niveau qui nous paraît normatif.

Au delà de 2014e, nous modifions légèrement nos hypothèses :

- croissance du CA de 2% par an,
- hypothèse conservatrice de marge opérationnelle en déclin de 1% par an en lien avec la hausse des amortissements jusqu'à une mop de 7,1% en 2020,
- amortissement = investissements ,
- taux d'imposition normalisé à 35%,
- taux de croissance à l'infini de 2%,
- BFR normalisé à 3% du CA.

Nous utilisons un coût moyen pondéré du capital de 12,5%, équivalent au coût des fonds propres (pas de levier bancaire) : taux sans risque de 3,6%, prime de marché de 6% et béta de 1,5.

Acteos dispose ainsi d'une trésorerie de 2,7M€ fin 2010 et de déficits fiscaux importants (environ 11M€).

Actualisation free cash flow										
Exercice	**2011p**	**2012p**	**2013p**	**2014p**	**2015p**	**2016p**	**2017p**	**2018p**	**2019p**	**2020p**
Chiffre d'affaires	**11,4**	**12,4**	**13,4**	**14,4**	**14,7**	**15,0**	**15,3**	**15,6**	**16,0**	**16,3**
variation n/n-1	12%	8%	8%	8%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
EBIT	**1,0**	**1,3**	**1,7**	**1,8**	**1,8**	**1,7**	**1,6**	**1,4**	**1,3**	**1,2**
en % du CA	8,7%	10,8%	12,7%	12,7%	12,1%	11,1%	10,1%	9,1%	8,1%	7,1%
Taux d'imposition	0%	0%	0%	0%	35%	35%	35%	35%	35%	35%
Rex après impôts	**1,0**	**1,3**	**1,7**	**1,8**	**1,2**	**1,1**	**1,0**	**0,9**	**0,8**	**0,8**
Amortissements&Provisions	0,4	0,5	0,6	0,6	0,7	0,9	1,1	1,3	1,4	1,6
Investissements nets	(0,7)	(0,7)	(0,8)	(0,9)	(0,7)	(0,9)	(1,1)	(1,3)	(1,4)	(1,6)
BFR	0,1	0,2	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
en % du CA	0,8%	1,9%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Var BFR	(0,1)	(0,1)	(0,2)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	0,0
Free Cash Flow	**0,6**	**0,9**	**1,3**	**1,6**	**1,2**	**1,1**	**1,0**	**0,9**	**0,8**	**0,8**
taux actualisation	12,5%									
Free Cash Flows actualisés	**0,6**	**0,8**	**1,0**	**1,0**	**0,7**	**0,6**	**0,5**	**0,4**	**0,3**	**0,2**
Somme FC actualisés 2011-2020	6									
Valeur terminale actualisée	2.4									
- dette nette	-2,7									
+ SME	0									
-prov pour retraites	-0,4									
Valeur Totale (M€)	**13**									
Nombre d'actions	**2,96**									
Valeur par action (€)	**4,4**									

- **Valorisation par comparables boursiers**

Nous avons retenu procédé à une valorisation en 2 étapes :

1/ en prenant les concurrents directs d'Acteos et en appliquant une décote de 25% afin de prendre en compte le différentiel de taille,

2/ à partir d'un échantillon français d'éditeurs de logiciels en appliquant une décote plus réduite de 10%, la taille moyenne des éditeurs français étant un peu plus proche de la taille d'Acteos.

Valorisation	Valeur par action
Concurrents	4.9€
Editeurs français	4,0€
Moyenne	**4,4€**

Source : Portzamparc

- **Valorisation sur la base des concurrents directs**

	EV/CA			EV/EBIT			PER		
	2009	**2010**	**2011**	**2009**	**2010**	**2011**	**2009**	**2010**	**2011**
Manhattan Associates Inc.	1,8	1,9	1,5	10,2	10,0	7,3	24,4	18,8	17,1
Aldata Solution Oyj	0,6	0,5		29,9	25,2		175,3	710,1	33,1
TXT e-solutions S.p.A.	0,3	1,2	1,3	21,1	48,3	45,5	120,8	1,1	24,2
Sigma AB	0,5	0,6	0,5	9,3	8,7	7,7	14,1	12,4	10,6
médiane	**0,6**	**0,9**	**1,3**	**15,6**	**17,6**	**7,7**	**72,6**	**15,6**	**20,7**
moyenne par action	6,47								
décote liquidité/taille	20%								
objectif	4,9								

Source : Portzamparc

- **Valorisation sur la base des éditeurs de logiciels français**

	EV/CA			EV/EBIT			PER		
	2009	**2010**	**2011**	**2009**	**2010**	**2011**	**2009**	**2010**	**2011**
Dassault Systemes	3,7	3,3	2,9	12,9	11,6	9,8	23,1	20,3	18,0
Prodware	0,8	0,6	0,4	6,5	5,7	3,6	5,6	6,0	4,3
Cegid Group	1,1	1,0	1,0	10,4	8,6	7,8	10,8	10,3	9,5
Linedata Services	0,9	0,9	0,8	5,6	6,2	5,4	10,8	11,1	10,6
Esker	0,6	0,5	0,4	10,4	7,9	3,3	22,3	20,3	18,2
Itesoft	0,2	0,3	0,3	11,7	10,1	9,6	42,5	25,5	23,2
IGE + XAO	1,0	0,9	0,8	5,6	4,2	3,5	13,8	10,6	9,6
Metrologic Group.	3,7	3,2	2,7	8,2	7,0	5,7	17,7	17,6	15,7
InfoVista	1,4	1,3	1,0	26,5	14,7	10,3	38,6	25,3	16,8
Medasys	0,7	0,7	0,7		25,8			45,0	
médiane	**1,0**	**0,9**	**0,8**	**10,4**	**8,3**	**5,7**	**17,7**	**18,9**	**15,7**
moyenne par action	4,46								
décote liquidité/taille	10%								
objectif	4,0								

Source : Portzamparc

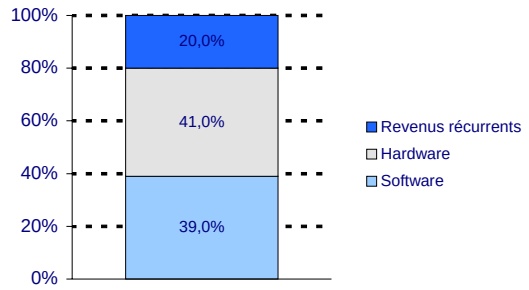
ACTEOS

Exploitation	06	07	08	09	10	11e	12e	13e
CA	10,8	10,5	12,3	10,6	10,2	11,4	12,4	13,4
var. n/n-1	*-7,6%*	*-2,7%*	*16,5%*	*-13,7%*	*-3,8%*	*12,1%*	*8,2%*	*8,3%*
var. organique	*-7,6%*	*-2,7%*	*16,5%*	*-13,7%*	*-3,8%*	*12,1%*	*8,2%*	*8,3%*
EBE	-0,3	-0,6	0,7	0,8	0,9	1,4	1,8	2,3
ROC	-0,4	-0,8	0,4	0,4	0,5	1,0	1,3	1,7
var n/n-1	*ns*	*ns*	*ns*	*8,0%*	*19,0%*	*92,1%*	*33,7%*	*28,0%*
ROP	-0,3	-0,6	0,4	0,4	0,5	1,0	1,3	1,7
RCAI	-0,2	-0,7	0,4	0,5	0,6	1,0	1,4	1,7
IS	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
RN Pdg publié	-0,1	-0,5	0,4	0,5	0,6	1,0	1,4	1,7
RN Pdg corrigé	-0,1	-0,4	0,3	0,3	0,4	0,8	1,0	1,3
var. n/n-1	*ns*	*ns*	*ns*	*29,7%*	*30,5%*	*76,0%*	*32,3%*	*27,3%*
Tmva CA 2008 / 2012e	0,2%							
Marge brute (%)	63,1%	66,7%	63,1%	68,4%	72,3%	72,7%	73,7%	74,7%
Marge opérationnelle (%)	-3,0%	-5,7%	3,1%	3,7%	5,3%	8,7%	10,8%	12,7%
Marge nette (%)	-1,1%	-3,6%	2,1%	3,2%	4,3%	6,8%	8,3%	9,7%
Taux IS (%)	21,8%	5,4%	0,0%	0,0%	0,7%	0,0%	0,0%	0,0%
Frais de personnel / CA (%)	39,8%	45,8%	38,1%	37,5%	40,8%	37,5%	35,7%	33,9%
CA/effectif (K€)	127	120	125	116	114	-	-	-
var. n/n-1	*ns*	*-6,0%*	*4,7%*	*-7,0%*	*-1,6%*	-	-	-
Effectif moyen	85	88	98	91	89	-	-	-
var. n/n-1	*ns*	*3,5%*	*11,4%*	*-7,1%*	*-2,2%*	-	-	-

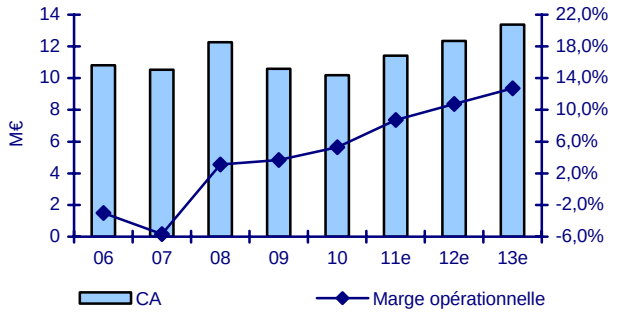
Bilan	06	07	08	09	10	11e	12e	13e
Fonds propres Pdg	-	2,7	3,1	3,6	4,2	5,2	6,6	8,3
Dettes financières nettes	-	-1,9	-1,9	-2,8	-2,7	-3,4	-4,5	-5,8
Autres	-	0,4	4,0	4,3	0,0	0,1	0,1	0,2
Capitaux investis	**-**	**1,2**	**5,1**	**5,0**	**1,5**	**1,9**	**2,2**	**2,6**
Immobilisations nettes	-	0,4	1,2	1,3	1,5	1,8	2,0	2,2
dont écarts d'acquisition	-	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
dont financières	-	0,1	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
BFR	-	0,9	4,2	3,8	0,0	0,2	0,3	0,5
Actif économique	**-**	**1,2**	**5,1**	**5,0**	**1,5**	**1,9**	**2,2**	**2,6**
Gearing (%)	-	-71,2%	-61,7%	-78,8%	-65,3%	-66,2%	-68,0%	-70,5%
BFR/CA (%)	-	8,2%	34,6%	36,0%	0,4%	1,5%	2,5%	3,5%
Dettes financières nettes/EBE (x)	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
ROE (%)	-	ns	11,5%	13,0%	13,8%	19,8%	20,8%	20,9%
ROACE (%) après IS normé	-	-	12,1%	7,7%	16,4%	59,4%	65,1%	70,1%

Financement	06	07	08	09	10	11e	12e	13e
Cash Flow	-	-0,4	0,5	0,8	1,0	1,5	1,9	-
Variation BFR	-	-0,2	0,5	0,8	-0,3	-0,1	-0,1	-
Investissements industriels	-	-0,2	-0,9	-0,8	-0,6	-0,7	-0,7	-
% du CA	-	1,9%	7,2%	7,4%	6,1%	6,0%	6,1%	-
Cash Flow Libre	**-**	**-0,8**	**0,1**	**0,8**	**0,0**	**0,7**	**1,0**	**-**
Cessions d'actifs	-	0,0	-0,2	0,3	0,0	0,0	0,0	-
Investissements financiers	-	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
Dividendes	-	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
Augmentation de capital	-	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	-
Autres	-	2,6	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-
Variation dettes financières nettes	-	-1,9	0,0	-0,9	0,1	-0,7	-1,0	-
Dettes financières nettes	**-**	**-1,9**	**-1,9**	**-2,8**	**-2,7**	**-3,4**	**-4,5**	**-**

Répartition du CA/activité



Evolution CA et marge opérationnelle



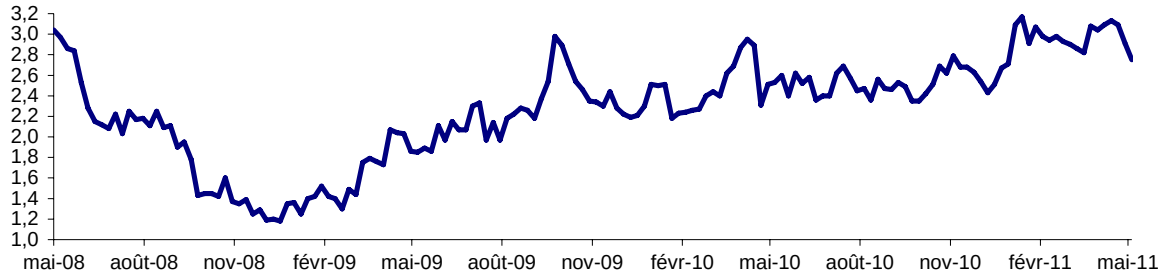
ACTEOS

Données par action	06	07	08	09	10	11e	12e	13e
BNPA	-	-0,13	0,09	0,11	0,15	0,26	0,35	-
Var n/n-1	-	-	ns	29,7%	30,5%	76,0%	32,3%	-
CFPA	-	-0,2	0,2	0,3	0,3	0,5	0,6	-
ANPA	-	1,0	1,0	1,2	1,4	1,8	2,2	-
Dividende net (versé en n+1)	-	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-
Payout (%)	-	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-
Tmva BNPA 2008 / 2012e	40,9%							
Tmva CFPA 2008 / 2012e	41,1%							

Valorisation	06	07	08	09	10	11e	12e	13e
PER (x)	-	ns	26,7	17,6	16,9	10,5	7,9	-
PCF (x)	-	ns	14,4	7,8	7,4	5,4	4,3	-
PAN (x)	-	4,6	2,3	1,7	1,8	1,6	1,2	-
VE/CA (x)	-	1,0	0,4	0,3	0,5	0,4	0,3	-
VE/EBE (x)	-	ns	7,1	3,9	5,1	3,2	1,9	-
VE/ROP (x)	-	ns	12,3	7,8	8,6	4,6	2,7	-
Free Cash Flow Yield (%)	-	-6,5%	1,2%	13,1%	0,5%	8,6%	12,4%	-
Rendement (%)	-	-	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Capitalisation (M€)	-	12,4	6,9	5,9	7,4	8,1	8,1	-
Valeur d'Entreprise (VE)	-	10,4	4,7	3,0	4,6	4,6	3,6	-
Cours de référence (€)	**4,6**	**4,3**	**2,3**	**2,0**	**2,5**	**2,8**	**2,8**	**2,8**
Nb de titres (X 1000000)	-	2,844	2,955	2,955	2,955	2,955	2,955	-
Nb de titres corrigé (x1000000)	-	2,967	2,978	3,038	3,038	3,038	3,038	-
% de la dilution	-	5,3%	1,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	-
Date d'introduction	28/06/2000							
Cours d'introduction ajusté	-							

Données intermédiaires	06	07	08	09	10	11	12	13
CA T1	-	2,4	2,4	3,4	2,0	2,7	-	-
CA T2	-	2,5	3,1	2,5	2,4		-	-
CA S1	-	5,0	5,5	5,9	4,4		-	-
ROP S1	-	-0,4	-0,4	0,2	-0,1		-	-
RN pdg corrigé S1	-	-0,4	-0,4	0,3	0,0		-	-
Marge opérationnelle S1	-	-8,9%	-6,8%	3,4%	-1,3%		-	-
Marge nette S1	-	-8,0%	-8,1%	5,1%	0,2%		-	-
CA T3	-	2,6	3,3	2,3	2,9		-	-
CA T4	-	3,0	3,4	2,4	2,8		-	-
CA S2	-	5,6	6,7	4,7	5,7		-	-
ROP S2	-	-0,2	0,8	0,2	0,6		-	-
RN pdg corrigé S2	-	0,0	0,7	0,0	0,6		-	-
Marge opérationnelle S2	-	-2,8%	11,3%	4,1%	10,5%		-	-
Marge nette S2	-	0,3%	10,5%	0,8%	9,8%		-	-
Taux de croissance (n/n-1)								
CA T1	-	-	-0,1%	40,6%	-40,1%	32,6%	-	-
CA T2	-	-	23,6%	-20,3%	-3,4%		-	-
CA S1	-	-	12,0%	6,3%	-24,6%		-	-
ROP S1	-	-	ns	ns	ns		-	-
CA T3	-	-	27,5%	-29,8%	26,6%		-	-
CA T4	-	-	14,7%	-30,6%	18,3%		-	-
CA S2	-	-	20,6%	-30,2%	22,4%		-	-
ROP S2	-	-	ns	-75,0%	215,2%		-	-

Historique de cours



Notes

Avertissements

L'ensemble des avertissements concernant la recherche Portzamparc (engagement de transparence, politique de gestion des conflits d'intérêt, système de recommandation, répartition par recommandation) est accessible sur :
Clientèle institutionnelle :
http://www.midcaps.portzamparc.fr/
Clientèle privée :
https://www.b-capital.com/euroWebBc/servlets/embeddedSourcesServlet?contentType=pdf&contentExtId=bcnps27236838&iframe=yes

Mentions obligatoires

Recommandations boursières

Nos recommandations boursières traduisent la performance absolue attendue sur le titre à un horizon 6-12 mois. Elles sont basées sur les objectifs de cours définis par l'analyste et intègrent des facteurs exogènes liés à l'environnement de marché, susceptibles de fortes variations. Le bureau d'analyse Portzamparc établit ses évaluations selon une approche d'analyse fondamentale multicritères (principalement et de manière non exhaustive actualisation des flux, multiples des comparables, multiples de transaction, somme des parties, actif net réévalué).

ACHETER (1) : Performance attendue supérieure à +15%

RENFORCER (2) : Performance attendue comprise entre +5% et +15%

CONSERVER (3) : Performance attendue comprise entre -5% et +5%

ALLEGER (4) : Performance attendue comprise entre -5% et -15%

VENDRE (5) : Performance attendue inférieure à -15% ou absence de visibilité sur les fondamentaux de la société.

Historique des changements de recommandations sur le titre depuis 12 mois

Date	Nouvelle recommandation	Ancienne recommandation
20 Mai 2011	Acheter	

Questionnaire engagement de transparence sur les potentiels conflits d'intérêts

Portzamparc Société de Bourse, en référence au règlement général de l'AMF (art- 321-129 à 321-132) informe des éventuels conflits d'intérêt qui pourraient exister avec la/les société(s) sous revue.
1- Intérêt Personnel de l'analyste.
L'analyste en charge de l'élaboration de l'analyse, a-t-il un intérêt financier significatif dans un ou plusieurs instruments financiers faisant l'objet de l'étude ? NON
L'analyse en charge de l'élaboration de l'analyse ou l'un des membres de son foyer exerce une fonction d'auditeur, de directeur ou de membre du conseil d'administration de l'émetteur faisant l'objet de l'étude ? NON
2 - Conflit d'intérêt Portzamparc/Emetteur
Existe-t-il un conflit d'intérêts significatif entre l'émetteur auquel se rapporte l'analyse et Portzamparc Société de Bourse ? NON
3 - Intérêts financiers Portzamparc/Emetteur
Existe-t-il des participations importantes entre Portzamparc Société de Bourse, d'une part, et l'émetteur, d'autre part ? NON
Portzamparc Société de Bourse seul ou avec d'autres personnes morales, est-elle liée avec l'émetteur par d'autres intérêts financiers ? NON
4- Contrat de liquidité
A-t-il été conclu un contrat de liquidité entre Portzamparc Société de Bourse et l'émetteur ? OUI
5 - Service d'investissements
Portzamparc Société de Bourse a-t-elle exercé au cours des 12 derniers mois la fonction de chef de file ou de co-chef de file pour la/les société(s) concernée(s) dans le cadre d'une offre publique de titres ? NON
A-t-il été convenu de la fourniture de Portzamparc Société de Bourse à l'émetteur d'un service de production et de diffusion d'analyses financières sur ledit émetteur ? OUI
6 - Autres conflits d'intérêts
Portzamparc Société de Bourse a-t-elle connaissance d'autres conflits d'intérêts significatifs liés à la distribution de cette étude ? NON
7 - Communication de l'étude à l'émetteur
Une copie de l'étude sans l'objectif de cours et la recommandation a-t-elle été présentée à la société avant sa distribution avec pour seul objectif la vérification d'éléments factuels ? OUI
Les conclusions de l'étude ont-elles été modifiées suite à la communication de celle-ci avec l'émetteur et préalablement à sa diffusion ? NON

Recherche

Vincent LE SANN *Responsable Analyse Financière*	lesann@portzamparc.fr
Arnaud GUERIN *Analyste Financier*	guerin@portzamparc.fr
Laurent VALLÉE *Analyste Financier*	vallee@portzamparc.fr
Romain FREISMUTH *Analyste Financier*	freismuth@portzamparc.fr
Jean-Baptiste BARENTON *Analyste Financier*	barenton@portzamparc.fr
Nicolas ROYOT *Analyste Financier*	royot@portzamparc.fr
Catherine ROY *Assistante*	roy@portzamparc.fr
Amélie MOISSET *Assistante*	moisset@portzamparc.fr
Téléphone	33 (0) 2 40 44 94 09
Fax	33 (0) 2 40 69 77 65

Vente Institutionnelle

François BREDOUX *Responsable Vente Institutionnelle*	33 (0) 2 40 44 95 21 bredoux@portzamparc.fr
Henri TASSO *Vendeur institutionnel*	33 (0) 2 40 44 95 41 tasso@portzamparc.fr
Henrique CRISTINO *Vendeur institutionnel*	33 (0) 2 40 44 95 31 cristino@portzamparc.fr
Franck JAUNET *Responsable Négociation, Sales trading*	33 (0) 2 40 44 95 26 jaunet@portzamparc.fr
Reine HASLAY *Analyste Risques & Performances*	33 (0) 2 40 44 95 40 haslay@portzamparc.fr
Fax	33 (0) 2 40 69 77 63

Nantes : 13 rue de la Brasserie - BP 98653 - 44186 Nantes Cedex 4 - Tél 33 (0) 2 40 44 94 00

Paris : 21 boulevard Haussmann - 75009 Paris - 33 (0) 1 40 17 50 08

Marseille : 579 avenue du Prado - 13008 - Tél 33 (0) 4 91 59 81 10

Portzamparc
Société de Bourse