

Cours au 28/03/2013(c)	20,87 €
NYSE Euronext Comp C	
Reuters / Bloomberg	OSI.PA / OSI.FP

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	14,8%	0,5%	14,8%	-0,4%
Perf Small 90	4,2%	-2,3%	4,2%	-2,3%

Informations boursières

Capitalisation (M€)	93,2
Nb de titres (en millions)	4,47
Volume moyen 12 mois (titres)	2 025
Extrêmes 12 mois	16,35 € 21,40 €

Actionnariat

Flottant	48%
Concert	52%

Données financières (en M€)

au 31/12	2011	2012	2013e	2014e
CA	293,8	321,4	340,6	362,4
var %	48,6%	9,4%	6,0%	6,4%
EBE	18,2	21,2	25,8	28,6
% CA	6,2%	6,6%	7,6%	7,9%
ROC	19,0	20,3	24,2	26,9
% CA	6,5%	6,3%	7,1%	7,4%
Rnpg	13,4	11,8	13,3	14,8
% CA	4,6%	3,7%	3,9%	4,1%
Bnpa dilué (€)	3,01	2,65	2,98	3,33
Gearing (%)	55%	25%	35%	22%
ROCE (%)	9%	11%	12%	13%
ROE (%)	19%	14%	14%	13%
Dettes nette 2011	21,0			
Dividende n	-			
Yield (%)	-			

Ratios

	2011	2012	2013e	2014e
VE/CA (x)	0,4	0,3	0,3	0,3
VE/EBE (x)	6,2	5,3	4,3	3,9
VE/ROC (x)	5,9	5,5	4,6	4,2
PE (x)	6,9	7,9	7,0	6,3

Analyste :

Laure Pédurand
01 44 70 20 78
lpedurand@elcorp.com

Résultats conformes à nos attentes / Nouveau plan de développement ambitieux**Publication des résultats annuels**

Ausy publie des résultats annuels globalement en ligne avec nos attentes. Le ROC progresse de 6,9% à 20,3 M€ (vs 20,9 M€ estimé), faisant ressortir une MOC de 6,3% (vs 6,5% estimé). Le ROP ressort à 22,0 M€ (6,8% du CA) et le RNPG recule de près de -12% à 11,8 M€ (3,7% du CA). Pour mémoire, le CA déjà publié est de 321,4 M€ en croissance de 9,4% dont +2,0% en organique.

Commentaires des résultats

Ausy perd 0,2 pts sur sa MOC principalement en raison de l'intégration des sociétés acquises en 2011, dont les investissements pour redresser leur rentabilité pèsent encore sur les marges du groupe en 2012. En France, après un net redressement de la MOC au S1, elle perd 1,3 pt au S2 pour s'établir à 6,4% malgré l'amélioration du taux d'intercontrat à 6,7% (vs 7,8% au S2 2011). Cette baisse est liée à : 1/ un recours à la sous-traitance plus important et 2/ des investissements pour préparer 2013 et notamment pour accueillir plus de projets en workpackage. Sur l'année, la MOC ressort à 7,0% vs 7,1% en 2011.

L'international, qui représente désormais 27% du CA, voit son ROC progresser de 70% à 4,0 M€ soit 4,6% du CA grâce notamment à l'amélioration de la rentabilité au Belux à 7,6% sur l'année qui a bénéficié sur le second semestre des contrats workpackage récupérés par Ausy suite à l'acquisition du fonds de commerce One Agency. En dépit de la poursuite des investissements pour structurer l'activité en Allemagne, la zone est désormais rentable.

Synthèse des données publiées et consolidées par zone géographique

en M€	2 010	2 011	2 012	S1 2012	S2 2012
France					
CA	160,1	232,9	234,9	119,2	115,7
% croissance du CA	16,2%	45,5%	0,8%	2,1%	-0,4%
MOC (en % du CA)	8,9%	7,1%	7,0%	7,4%	6,4%
Belux					
CA	37,6	45,2	50,0	24,5	25,5
% croissance du CA	135,0%	20,2%	10,6%	10,4%	10,9%
MOC (en % du CA)	5,9%	5,8%	7,6%	5,3%	10,2%
Allemagne					
CA		13,8	33,6	13,9	19,8
% croissance du CA					43,2%
MOC (en % du CA)		2,9%	2,6%	-0,8%	4,9%
Autres					
CA		1,9	2,9	1,5	1,4
% croissance du CA					
MOC (en % du CA)		ns	-24,0%	-32,9%	-7,0%
Groupe					
CA	197,7	293,8	321,4	159,1	162,4
% croissance du CA	28,5%	48,6%		14,2%	5,1%
MOC (en % du CA)	7,4%	6,5%	6,3%	5,9%	6,7%

Source : société

Le RNPG a été impacté comme attendu par un CIR 2 fois moins élevé, l'exercice 2011 ayant comptabilisé exceptionnellement 2 années de CIR, et une hausse du coût de l'endettement financier lié au crédit syndiqué de 23,0 M€ contracté fin 2011.

Par ailleurs, la situation d'endettement net s'est améliorée à 21,0 M€ représentant un gearing de 25% vs 55% fin 2011 grâce à : 1/ une nette progression du cash flow opérationnel à 25,1 M€ vs -12,9 M€ fin 2011, celui-ci bénéficiant d'une variation favorable du BFR (-8,5 M€) et 2/ au remboursement de la dette (1^{ère} tranche des OBSAAR 2009 et crédit syndiqué). Cette capacité à générer du cash permet à Ausy de jouir d'une assise financière solide et de renouveler la confiance de ses partenaires bancaires qui lui accordent une nouvelle ligne de crédit de 67 M€ dont 50 M€ sont réservés à la croissance externe, le solde servant au refinancement de la dette actuelle. Disposant de ressources financières importantes, le management demandera lors de la prochaine AG l'autorisation de procéder à des rachats d'actions, via une ou plusieurs OPRA, dans la limite de 15% du capital et à un prix maximum de 30,00 €/ action. Cette décision résulte de la volonté du management d'utiliser le cash à bon escient en vue de la revalorisation du titre qui aujourd'hui semble effectivement sous-valorisé à 4,6x le ROC 2013 vs 5,2x pour le secteur.

Cap sur la 2^{ème} étape du plan AVENIR

Ainsi, la première étape du plan AVENIR s'achève sur une note positive et conforme aux objectifs fixés début 2010. En 3 ans, Ausy a multiplié par deux : son chiffre d'affaires, le nombre de collaborateurs et son résultat opérationnel courant. Le groupe s'est renforcé sur tous les secteurs, notamment dans l'Aéronautique (28% du CA) et les Télécoms (24% du CA) où le CA a été multiplié par 2,5x, et a réalisé une percée significative sur les secteurs de l'Énergie et de la Santé. L'activité à l'international a quant à elle été multipliée par 5. Ausy doit ces performances à une croissance organique annuelle en moyenne de 10% et une stratégie de croissance externe sélective avec 4 acquisitions dont 2 à l'international (Allemagne et Suède).

Fort de ce constat, le management a présenté un nouveau plan stratégique ambitieux à horizon 2015 avec 2 principaux objectifs. Le premier vise à accélérer le développement et doubler l'activité à l'international, soit un objectif de chiffre d'affaires d'au moins 170 M€. Ausy souhaite renforcer ses positions en Allemagne, au BéluX et en Suède et conquérir de nouveaux marchés domestiques comme la Hollande, via la croissance organique et externe. Le second objectif vise à améliorer la rentabilité et doubler le ROC du groupe, soit un ROC supérieur à 40 M€ en 2015. Le management estime cet objectif atteignable compte tenu de la fin des restructurations, d'une politique de croissance externe désormais plus sélective en France et d'une croissance moyenne annuelle à 2 chiffres, ce qui nous amène à un CA de 420 M€ et une MOC de 9,5% en 2015.

Nous concernant, nous adoptons un scénario plus conservateur et visons à horizon 2015 un CA de 386 M€ et une MOC de 8,0%. En attendant 2015, nous attendons déjà une amélioration de la rentabilité en 2013, avec une MOC attendue à 7,1% (vs 7,4% lors de notre précédente estimation) pour un CA de 340,6 M€.

Prochain évènement : Publication du CA T1 le mercredi 15 mai 2013

Système de recommandations :

Les recommandations d'EuroLand Corporate portent sur les six prochains mois et sont définies comme suit :

Achat : Potentiel de hausse du titre supérieur à 20% en absolu, fondamentaux satisfaisants à excellents.

Neutre : Potentiel du titre compris entre -20% et +20% en absolu par rapport au cours actuel.

Vendre : Potentiel de baisse du titre supérieur à 20% en absolu, fondamentaux dégradés ou valorisation excessive.

Sous revue : La recommandation est sous revue en raison d'une opération capitalistique (OPA / OPE / Augmentation de capital...), un changement d'analyste ou une situation de conflit d'intérêt temporaire entre EuroLand Corporate et l'émetteur.

Historique des recommandations sur les 12 derniers mois :

Achat : (-).

Neutre : (-).

Vendre : (-).

Sous revue : (-).

Méthodes d'évaluation :

Ce document peut évoquer des méthodes d'évaluation dont les définitions résumées sont les suivantes :

1/ Méthode des comparaisons boursières : les multiples de valorisation de la société évaluée sont comparés à ceux d'un échantillon de sociétés du même secteur d'activité, ou d'un profil financier similaire. La moyenne de l'échantillon établit une référence de valorisation, à laquelle l'analyste ajoute le cas échéant des décotes ou des primes résultant de sa perception des caractéristiques spécifiques de la société évaluée (statut juridique, perspectives de croissance, niveau de rentabilité...).

2/ Méthode de l'ANR : l'Actif Net Réévalué est une évaluation de la valeur de marché des actifs au bilan d'une société par la méthode qui apparaît la plus pertinente à l'analyste.

3/ Méthode de la somme des parties : la somme des parties consiste à valoriser séparément les activités d'une société sur la base de méthodes appropriées à chacune de ces activités puis à les additionner.

4/ Méthode des DCF : la méthode des cash-flows actualisés consiste à déterminer la valeur actuelle des liquidités qu'une société dégagera dans le futur. Les projections de cash flows sont établies par l'analyste en fonction de ses hypothèses et de sa modélisation. Le taux d'actualisation utilisé est le coût moyen pondéré du capital, qui représente le coût de la dette de l'entreprise et le coût théorique des capitaux propres estimés par l'analyste, pondérés par le poids de chacune de ces deux composantes dans le financement de la société.

5/ Méthode des multiples de transactions : la méthode consiste à appliquer à la société évaluée les multiples observés dans des transactions déjà réalisées sur des sociétés comparables.

6/ Méthode de l'actualisation des dividendes : la méthode consiste à établir la valeur actualisée des dividendes qui seront perçus par l'actionnaire d'une société, à partir d'une projection des dividendes réalisée par l'analyste et d'un taux d'actualisation jugé pertinent (généralement le coût théorique des fonds propres).

7/ Méthode de l'EVA : la méthode "Economic Value Added" consiste à déterminer le surcroît annuel de rentabilité dégagé par une société sur ses actifs par rapport à son coût du capital (écart également appelé "création de valeur"). Ce surcroît de rentabilité est ensuite actualisé pour les années à venir avec un taux correspondant au coût moyen pondéré du capital, et le résultat obtenu est ajouté à l'actif net comptable.

DETECTION DE CONFLITS D'INTERETS POTENTIELS

Corporate Finance	Intérêt personnel de l'analyste	Détention d'actifs de l'émetteur	Communication préalable à l'émetteur	Contrat de liquidité	Contrat Eurovalue*
Non	Non	Non	Non	Non	Oui

* Animation boursière comprenant un suivi régulier en terme d'analyse financière avec ou non liquidité

La présente étude est diffusée à titre purement informatif et ne constitue en aucune façon un document de sollicitation en vue de l'achat ou de la vente des instruments financiers émis par la société objet de l'étude.

Cette étude a été réalisée par et contient l'opinion qu'EuroLand Corporate s'est forgée sur le fondement d'information provenant de sources présumées fiables par EuroLand Corporate, sans toutefois que cette dernière garantisse de quelque façon que ce soit l'exactitude, la pertinence ou l'exhaustivité de ces informations et sans que sa responsabilité, ni celle de ses dirigeants et collaborateurs, puisse être engagée en aucune manière à ce titre. Il est important de noter qu'EuroLand Corporate conduit ses analyses en toute indépendance, guidée par le souci d'identifier les atouts, les faiblesses et le degré de risque propre à chacune des sociétés étudiées. Toutes les opinions, projections et/ou estimations éventuellement contenues dans cette étude reflètent le jugement d'EuroLand Corporate à la date à laquelle elle est publiée, et peuvent faire l'objet de modifications par la suite sans préavis, ni notification.

EuroLand Corporate attire l'attention du lecteur sur le fait que dans le respect de la réglementation en vigueur, il peut arriver que ses dirigeants ou salariés possèdent à titre personnel des valeurs mobilières ou des instruments financiers susceptibles de donner accès aux valeurs mobilières émises par la société objet de la présente étude, sans que ce fait soit de nature à remettre en cause l'indépendance d'EuroLand Corporate dans le cadre de l'établissement de cette étude.

Tout investisseur doit se faire son propre jugement quant à la pertinence d'un investissement dans une quelconque valeur mobilière émise par la société mentionnée dans la présente étude, en tenant compte des mérites et des risques qui y sont associés, de sa propre stratégie d'investissement et de sa situation légale, fiscale et financière. Les performances passées et données historiques ne constituent en aucun cas une garantie du futur. Du fait de la présente publication, ni EuroLand Corporate, ni aucun de ses dirigeants ou collaborateurs ne peuvent être tenus responsables d'une quelconque décision d'investissement.

Aucune partie de la présente étude ne peut être reproduite ou diffusée de quelque façon que ce soit sans l'accord d'EuroLand Corporate. Ce document ne peut être diffusé auprès de personnes soumises à certaines restrictions. Ainsi, en particulier, au Royaume-Uni, seules les personnes considérées comme « personnes autorisées ou exemptées » selon le « Financial Services Act 1986 » du Royaume-Uni, ou tout règlement passé en vertu de celui-ci ou les personnes telles que décrites dans la section 11 (3) du « Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemption) order 1997 » peuvent avoir accès à ce document. Celui-ci ne saurait être distribué ou communiqué, directement ou indirectement, à tout autre type de personne. Toute personne qui viendrait à être en possession de cette publication doit s'informer et respecter de telles restrictions. De même, cette publication ne peut être diffusée aux Etats-Unis ni à ses ressortissants. Les valeurs mobilières faisant l'objet de cette publication n'ont pas été enregistrées auprès de la Securities and Exchange Commission et envoyer ces études à un résident des Etats-Unis est interdit.

Il est possible que EuroLand Corporate ait conclu avec l'émetteur sur lequel porte l'analyse financière un contrat en vue de rédiger et diffuser une (ou plusieurs) publication(s), laquelle (lesquelles) a (ont) été relue(s) par celui-ci. Toutefois, le cas échéant, ces publications ont été réalisées par EuroLand Corporate de façon indépendante, conformément à la déontologie et aux règles de la profession.

EuroLand Corporate
17 avenue George V
75008 Paris
01 44 70 20 80