

## Logiciels & Services

28 Octobre 2004

### Stéphane Fraenkel

Tél : 01.44.51.81.43

E-mail : sfracnel@oddo.fr

### Brice Prunas

Tél : 01.44.51.85.50

E-mail : bprunas@oddo.fr

## Perception d'une amélioration sectorielle : nous upgradons Atos Origin et Business Objects

*Nous estimons que les fondamentaux du secteur Logiciel & Services montrent une inflexion positive, notamment en Europe. Atos Origin (Upgrade d'Alléger à Accumuler ce matin) nous semble le vecteur le moins risqué pour tirer parti de cette amélioration. Dans le secteur des éditeurs, nous estimons que Business Objects (Upgrade d'Accumuler à Achat) affiche le meilleur ratio rentabilité / risque.*

### Un T3 qui a été dans l'ensemble satisfaisant pour les éditeurs

Des chiffres plutôt bons pour les éditeurs de logiciels en général :

- Les principaux éditeurs qui avaient déçu au T2 (Peoplesoft, Siebel, Veritas Software ...) ont réalisé des performances plutôt bonnes au T3.
- Les ventes de SAP ont montré une réelle amélioration de la tendance en Europe, même si le groupe a pris soin de souligner que la conjoncture demeurerait difficile.
- Les éditeurs de logiciels dans le décisionnel ont également réalisé de bonnes performances. Cognos a affiché une progression des ventes de licences de +21% (+16% à tcc). Microstrategy vient également de publier des chiffres au dessus des attentes.

### Services Informatiques : du mieux en Europe

Les publications en cours du troisième trimestre montrent une sensible inflexion de tendance tant sur les dépenses informatiques discrétionnaires aux Etats-Unis que sur les taux de croissance en Europe. A titre d'exemple, on pourra citer les bons commentaires d'IBM sur conseil et intégration de systèmes aux Etats-Unis, le +17% d'Accenture en Europe sur le trimestre clos à fin août en Europe ou le +24% de SAP sur les ventes de licences au T3 2004. Ces bons chiffres sont doublés de remontée terrain auprès de plus petites sociétés qui témoignent d'une amorce de retour de certains projets stratégiques. Le fait que la dépense informatique discrétionnaire (conseil et intégration de systèmes et ventes de licences) commence à récupérer un peu de poids face à un simple investissement de remplacement ou une pure dépense de réduction des coûts est un signe pour nous d'amélioration de la santé du secteur.

### Upgrade sur Atos Origin et Business Objects

- **Atos Origin : un choix relatif parmi les grandes SSII européennes**  
La traduction de cette analyse sectorielle dans des choix d'investissement n'est pas évidente compte tenu des risques spécifiques inhérents aux principales SSII européennes. Néanmoins, parmi nos trois recommandations Alléger, nous avons élu la société liquide sur laquelle le risque spécifique nous paraît réduit soit par rapport à des considérations de valorisation, soit par rapport à une dynamique de résultats anticipés. Le titre Atos Origin nous semble le mieux répondre à ces critères. D'une manière générale, l'investisseur qui souhaitera revenir sur le secteur des SSII va affronter une pénurie de véhicules d'investissement avec d'un côté : Capgemini sur lequel le risque spécifique est encore très important (profit warning possible au S2 2004, risque de downgrade par S&P et multiples de résultats dissuasifs) et d'autre LogicaCMG (Alléger, objectif 169 pence) , valeur sur laquelle Wireless Networks brouille la visibilité.
- **Business Objects : la valeur la plus cyclique de l'échantillon**  
Business Objects nous semble être la société de notre suivi la plus sensible à la reprise des investissements, car elle se situe dans un domaine porteur, caractérisé par des cycle de négociation commerciale courts. La publication prochaine du T3 devrait confirmer l'amélioration du sentiment sur la valeur, même si le retour de papier de la part des anciens actionnaires de Crystal Decisions est probable à court terme.

**Business Objects : nous upgradons d'Accumuler à Achat :Objectif rehaussé de 21 € à 24 €**

Nous estimons que l'amélioration du sentiment des investisseurs sur la valeur devrait perdurer au cours des prochaines semaines. La société publiera ses résultats pour le T3 le 3 Novembre prochain au soir, et tiendra une réunion d'analystes le 8 Novembre aux Etats-Unis.

La société nous semble bénéficier à court terme des atouts suivants :

- L'aspect prudent des guidances du groupe. Les ventes de licences au T3 devraient être selon nos estimations en régression de 8.3% sur le T2, ce qui est en gros conforme à la saisonnalité traditionnelle du groupe. Les ventes de licences s'inscriraient ainsi selon nos hypothèses en baisse de 2.8% en proforma sur un an (contre une hausse de 3.5% au T2).
- La société s'est montrée tout au long du trimestre relativement confiante sur le déroulement de ses opérations.
- La fin de la plus grande partie des perturbations liées au processus d'intégration de Crystal Decisions, alors que la fusion entre les deux groupes est maintenant vieille de 10 mois.
- La dynamique favorable apportée par la version 6.5 du groupe récemment publiée. La mise à disposition en version beta de Business Objects 11, la première version intégrée des produits du groupe, est également un élément favorable pour la dynamique du groupe.

A noter deux éléments qui pourraient perturber la vie du titre à court terme :

- La volonté des anciens actionnaires de Crystal Decisions de vendre leurs titres. Ils disposent actuellement d'environ 15.9M de titres, et pourront en placer 7M dès le 8 Novembre, et ont fait une demande auprès de la SEC pour en placer 14.5M.
- De nouvelles informations concernant la suite de l'enquête SEC devraient également apparaître au cours du prochain mois. Le groupe s'est montré confiant quant à la conclusion de cette enquête.

Le groupe souffre toujours d'une décote sensible par rapport au reste du secteur, de l'ordre de 15%. Notre estimation de BNA pour 2005 est construite sur une hypothèse de stabilité des ventes de licences, qui nous semble conservatrice.

**Atos Origin : nous upgradons de Alléger à Accumuler. Objectif rehaussé de 48€ à 53€**

Le titre Atos Origin nous paraît :

- le moins en risque de notre échantillon sur sa guidance 2004
- offrir une visibilité sur la croissance de ses résultats en 2005 tant par rapport aux économies liées à la fusion avec Sema que par rapport aux cessions récentes à venir
- les multiples de valorisation deviennent attractifs(VE/EBIT 2005e : 8.6 et P/E 2005e : 13.7 avec des prévisions encore 10% plus conservatrices que le consensus) pour un investisseur dont la perception du secteur devrait légèrement s'améliorer au cours des prochaines semaines

Nous rappelons que dans un segment connexe aux SSII, nous disposons également d'une recommandation à l'Achat sur Altran, objectif 10€ (voir étude détaillée récente).