Aubay et Econocom

2 acteurs majeurs du marché des ESN

Juillet 2016

Sommaire

Les ESN, un marché porté par l'innovation p.4

1. **Un marché informatique dominé par les Entreprises de Services du Numérique** p.4
2. **Un marché mondial très fragmenté en phase de consolidation** p.5
3. **Un business model basé sur l'équilibre entre le coût des salariés et leur refacturation** p.7
4. **Les ESN surperforment historiquement le marché IT** p.8
5. **La digitalisation des entreprises comme driver des perspectives à moyen-terme** p.9
6. **Les ESN portées en 2016 par l'innovation** p.11
7. **Un secteur très concurrentiel récompensant la différenciation par l'innovation** p.12

Aubay, un modèle de rentabilité p.14

1. **Une spécialisation dans les systèmes d'informations au service de la rentabilité** p.15
2. **Une très bonne maîtrise des marges** p.17
3. **Une poursuite de la croissance supérieure aux guidances** p.18
4. **Valorisation** p.18

Econocom, l'Europcar du numérique pour les entreprises p.21

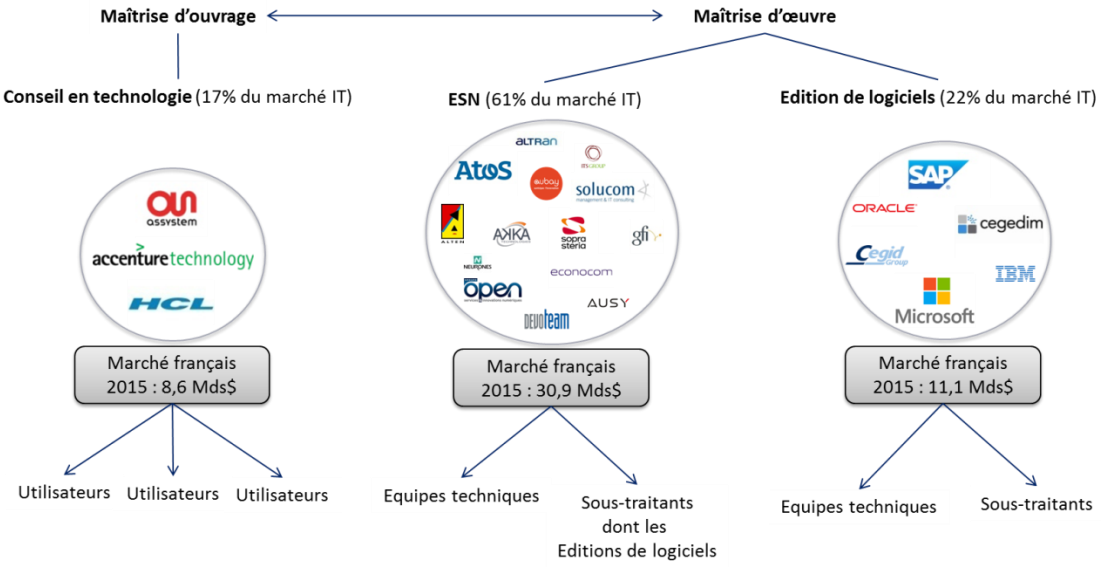
1. **Il faut savoir donner un œuf pour recevoir un bœuf** p.22
2. **Un modèle économique diversifié et résilient** p.22
3. **Une progression de l'activité et de la rentabilité** p.25
4. **La rentabilité comme principal objectif à MT** p.26
5. **Valorisation** p.26

Les ESN, un marché porté par l'innovation

1. Un marché informatique dominé par les Entreprises de Services du Numérique

Le marché informatique (ci-après IT) au sens large regroupe les 3 sous-activités suivantes :

Composition du secteur informatique selon Syntec



Source : Syntec Numérique, FU

Les ESN représentent 61% du marché IT

- A l'image des architectes dans le secteur de la construction, les entreprises de Conseils en technologie se situent en amont des projets pour accompagner les clients dans leur démarche de digitalisation. En tant que maîtres d'ouvrage, elles assistent les clients dans l'expression de leurs besoins IT, la planification de projets, la recherche de prestataires et la conception de solutions informatiques. En 2015, cette activité représentait 8,6Mds€ ou encore 17% du marché français de l'IT.

- Les architectes ne possèdent pas la compétence pour bâtir les murs. Ils font donc appel à des prestataires externes (maçons). Ainsi, à l'image du secteur de la construction, les entreprises de Conseils en technologie recommanderont auprès de leurs clients, des ESN pour la mise en œuvre de leurs projets informatiques. En tant que maître d'œuvre, les ESN fournissent aux entreprises des prestations informatiques de haut niveau. Elles représentent 61% du marché français de l'informatique avec 30Mds€ en 2015.
  Les ESN proposent 3 services :
  - Le conseil en fournissant des consultants informatiques au sein des entreprises clientes.
  - L'ingénierie en développant des solutions informatiques sur-mesure.
  - L'infogérance en gérant les systèmes d'informations d'une entreprise cliente.

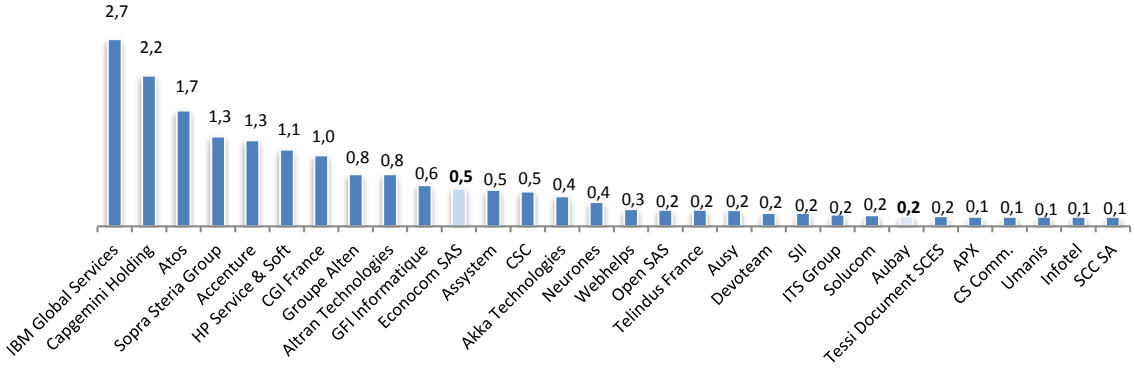
Les ESN regroupent les métiers de conseil, d'ingénierie et d'infogérance

- Les entreprises éditrices de logiciels sont recommandées par les entreprises de Conseils en technologie mais elles peuvent également être prescrites par les ESN pour la mise en œuvre de logiciels « standards » (ERP, logiciels de comptabilité, …).

2. Un marché mondial très fragmenté en phase de consolidation

En 2015, les principaux acteurs mondiaux du secteur des ESN sont les suivants :

Les principales ESN mondiales selon leur chiffre d'affaires 2015 (Mds€)



Source : ipresse

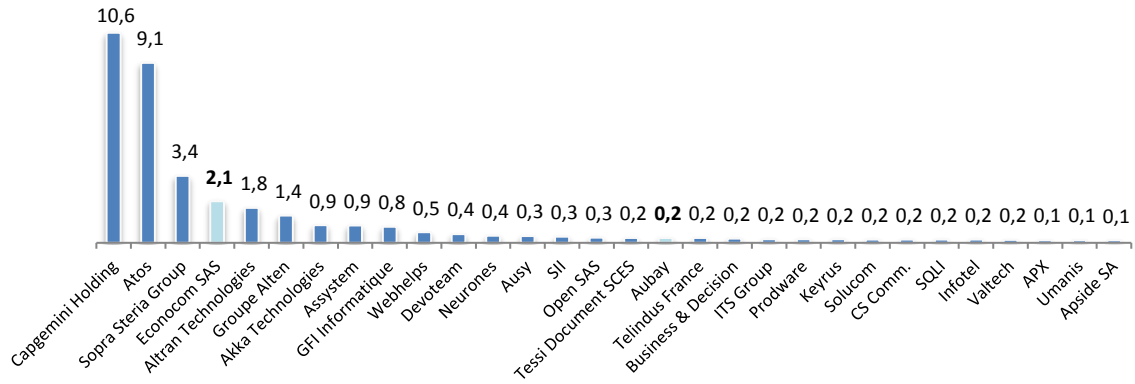
Parmi les ESN de 1er rang mondial, Econocom apparaît comme la 6ème plus importante en termes de CA et Aubay en 24ème position mondiale.

En 2015, les principaux acteurs français du secteur des ESN sur le marché français sont les suivants :

Les principales ESN françaises selon leur chiffre d'affaires 2015 (Mds€)

Econocom en 4ème position des ESN françaises

Aubay en 17ème position des ESN françaises



Source : ipresse

Au niveau des ESN françaises, Econocom ressort à la 4ème place et Aubay à la 17ème position.

Le marché mondial est très fragmenté puisque les 30 premières ESN représentent 18,6Mds€ de CA soit 60% du marché des ESN françaises en 2015. Ce secteur est aujourd'hui en phase de consolidation comme en témoignent les récentes opérations structurantes du secteur (fusion Sopra-Steria, rachat d'Osiatis par Econocom).

Les raisons de ces rapprochements sont multiples :

- Se diversifier pour se positionner sur l'ensemble de la chaîne de valeur. Elles deviennent ainsi les interlocuteurs uniques tout le long des projets clients et développent le cross-selling grâce à la complémentarité des compétences.
- Acquérir des compétences supplémentaires clés soit pour atteindre une taille critique afin de concurrencer les grands leaders du secteur et de réduire les coûts grâce à la complémentarité des métiers, soit pour élargir l'offre de services.
- Accroître leur exposition à d'autres secteurs d'activités. Elles augmentent ainsi leurs compétences métiers, favorisant une taille critique sur ce domaine d'activité.

Ces opérations augmentent ainsi les parts de marché sur le marché local et/ou international. L'augmentation de taille engendrée améliore la visibilité auprès des clients et facilite le démarchage des clients grands comptes.

Ces rapprochements se réalisent sur des multiples très différents selon la zone géographique de l'entreprise initiatrice. A l'image de l'achat de Demandware par Salesforces à 11x le CA, les valorisations sont plus élevées aux Etats-Unis qu'en Europe.

La concentration du secteur permet d'atteindre une taille critique

Les principales opérations de fusions acquisitions

Année	Acquéreur	Cible	Coût (M€)	Ratio de valorisation : CA	Ratio de valorisation : RO
2014	Sopra	Steria	730	NC	NC
2014	Atos	Bull	620	0,49x	NC
2014	Capgemini	Euriware	NC	NC	NC
2014	Atos	Xerox ITO	840	0,56x	NC
2015	Capgemini	iGate	3 600	2,8x	13,9x
2015	Aubay	Cast-Info	NC	NC	NC
2015	Atos	Unify	340	0,3x	NC
2015	IBM	The Weather Compagny	2 000	NC	NC
2016	Salesforces	Demandware	2 800	11x	NS
2016	Randstad	Ausy	420	1,1x	16,5x

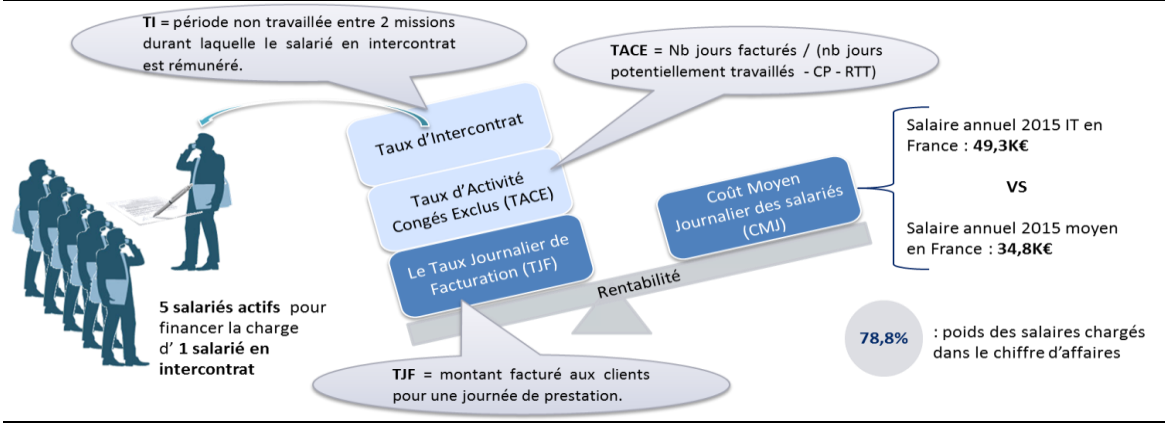
Source : Sociétés

3. Un business model basé sur l'équilibre entre le coût des salariés et leur refacturation

78,8% du CA représente des charges de personnels

Avec des charges de personnel représentant 78,8% du CA des ESN françaises en 2015, le modèle économique des ESN repose essentiellement sur la gestion de leurs ressources humaines. Ainsi, les ESN recherchent l'équilibre entre les coûts de main-d'œuvre des salariés et le prix facturé de leurs prestations. La proximité entre ce business model et le métier des agences d'intérim peut expliquer le rapprochement récent entre Randstad et Ausy.

La recherche de l'équilibre entre le coût des salariés et leur facturation aux clients



Source : FU

Les ESN atteignent la rentabilité dès que le Taux Journalier de Facturation dépasse le Coût Moyen Journalier des salariés. Elles augmentent le Taux Journalier de Facturation en optimisant 2 ratios :

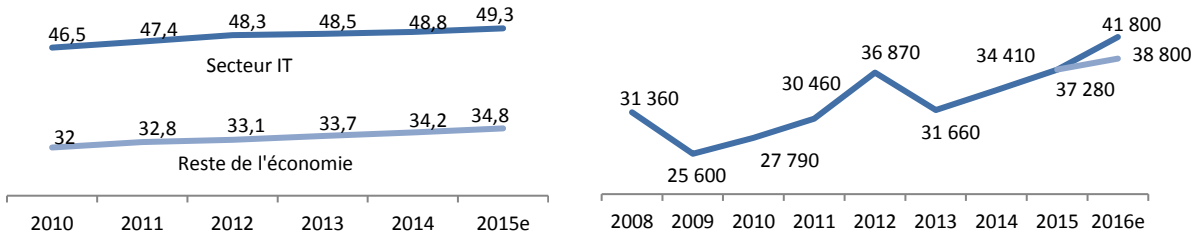
- Le **Taux d'Activité Congés Exclus** (= nbre de jours facturés / (nbre de jours potentiels - CP - RTT)) mesure le taux d'utilisation des salariés en comparant le nombre de jours potentiellement travaillés et le nombre de jours facturés. Proche de 1, il améliore le taux journalier de facturation.

- Le **Taux d'Intercontrat** représente une période non travaillée entre deux missions durant laquelle le salarié est rémunéré. Ce salarié en inter-contrat représente une charge de personnel. Généralement, le secteur considère que le chiffre d'affaires de 5 salariés actifs permet de compenser la charge générée d'1 salarié en intercontrat. Plus le taux d'intercontrat est faible, plus le taux journalier de facturation est élevé.

La diminution du coût moyen journalier des salariés constitue une problématique en raison du niveau élevé de rémunération 2014 du secteur français IT. Les salaires sont supérieurs de +42,7% sur ce marché par rapport au reste de l'économie (48,8K€ vs 34,2K€).

Evolution des salaires bruts moyens (K€) et du nombre de recrutements en France dans l'IT

Une rémunération en IT supérieure de +42,7% à la rémunération moyenne



Source : Syntec Numérique

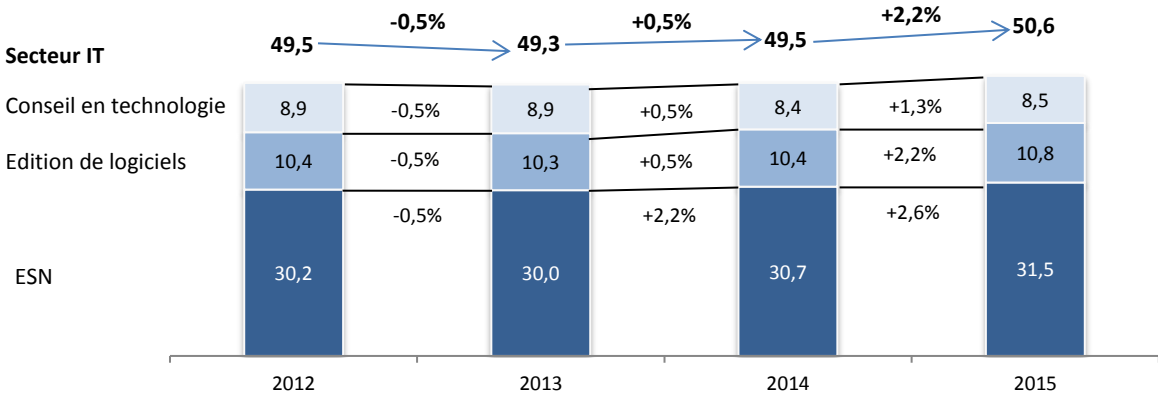
Ce niveau élevé de rémunération s'explique par une demande forte en main d'œuvre depuis 2009 et par une surreprésentation des cadres dans ce secteur (69,3% de cadres en 2013 vs 16,3% pour le reste de l'économie). En 2016, avec une prévision de 38.800 à 41.800 embauches de cadres, le secteur est le premier recruteur de cadres en France. Les recruteurs du secteur recherchent principalement des profils de jeunes diplômés et de cadres ayant entre 1 à 5 ans d'expérience. La faible expérience des candidats permet de maîtriser ou de diminuer le montant des charges de personnel.

4. Les ESN surperforment historiquement le marché IT

+2,2 de progression du marché IT en 2015

Le marché français de l'IT qui représentait 49,3Mds€ en 2013, a diminué de -0,5% entre 2012 et 2013. Il a renoué avec la croissance dès 2014 pour accélérer en 2015 (+2,2%). Le marché dépend du niveau d'investissement des clients. Il est donc très corrélé au niveau de croissance économique.

Evolution du chiffre d'affaires (Mds€) du secteur informatique



Source : Syntec Numérique

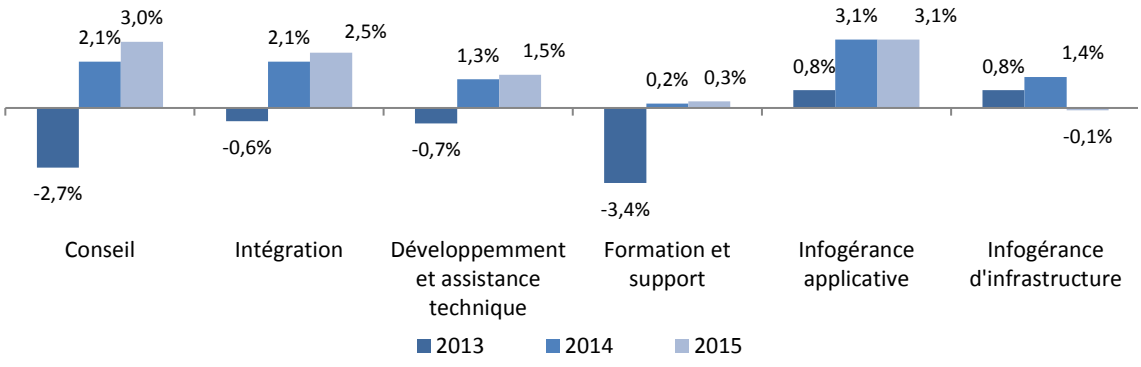
En 2015, la croissance du marché a été tirée par les 3 activités :

- Le **conseil en technologie** (8,5Mds€ ; +1,3%) bénéficie de la hausse des investissements IT. Situé en début de projet, sa croissance se répercute automatiquement sur les 2 autres activités.
- L'**édition de logiciels** (10,8Mds€ ; +2,2%) exposé à 80% au marché B2B. Le segment bénéficie d'une forte croissance des logiciels en mode SaaS (+20% de croissance en 2015). Ces logiciels sont hébergés par le fournisseur et accessibles par internet. Ils offrent une flexibilité d'utilisation (accessibles partout et maintenance régulière du fournisseur) et de tarification (coûts selon l'utilisation). En 2015, les logiciels en mode SaaS représentent 12% du marché français de l'édition de logiciels.

+2,6% de progression des ESN en 2015

- Les **ESN** (31,5Mds€ ; +2,6%) représentent 62,3% du marché. Elles surperforment leur marché depuis 2013 (TCAM : +1,4%). Grâce aux contrats de maintenance, elles enregistrent une forte récurrence du CA à hauteur de 49% des revenus en 2014. Elles bénéficient particulièrement de l'activité conseil (+3%), intégration (+2,5%) et infogérance applicative (logiciels en mode SaaS) avec +3,1% de croissance.

Composition de la croissance des ESN



Source : Syntec Numérique, IDC

5. La digitalisation des entreprises comme driver des perspectives à moyen-terme

Les SMACS nécessaires à la transformation digitale de l'entreprise

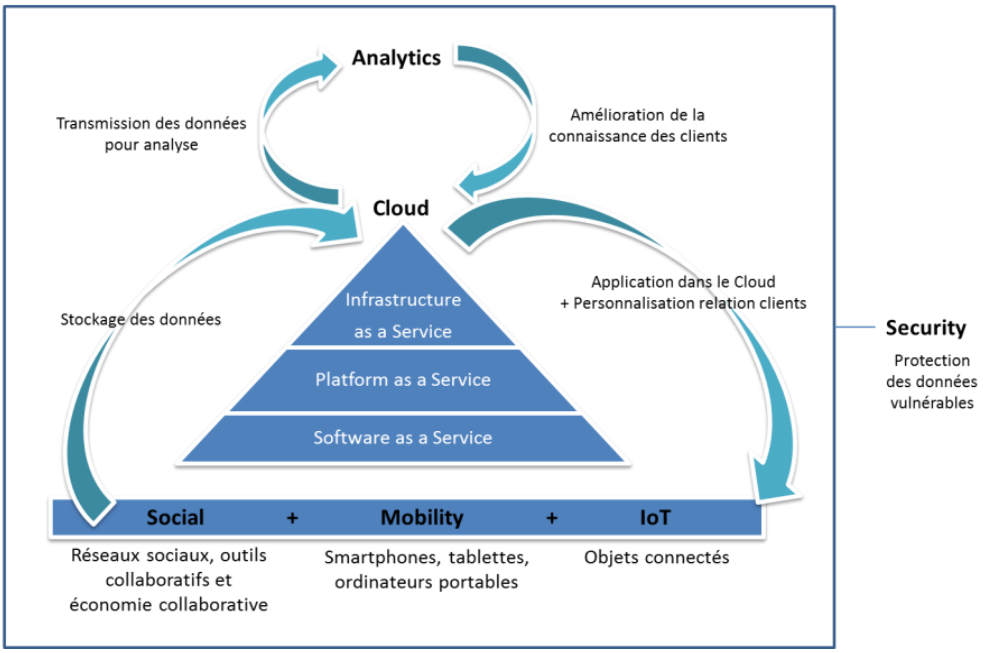
Les consommateurs côtoient quotidiennement la digitalisation à travers la personnalisation de l'expérience client sur les sites d'e-commerce. En effet, les réseaux sociaux, les smartphones et les objets connectés permettent de générer des données sur nos habitudes, nos envies, nos modes de consommation. Les entreprises du e-commerce sont aujourd'hui capables de collecter ces données grâce aux outils digitaux (tracking, géolocalisation, etc) et d'analyser ces données pour rendre aux consommateurs le service le plus adapté à ses attentes. Cette meilleure connaissance du client et la personnalisation de l'expérience client devraient s'intensifier dans l'avenir avec, à l'image de l'ambition de Showroomprivé, la possibilité de pouvoir à terme personnaliser les sites internet (couleurs, messages, etc) en fonction des préférences de chaque client.

Si la digitalisation est déjà bien engagée du côté du consommateur à travers l'e-commerce, elle s'avère en retard au sein du fonctionnement des entreprises. Cette numérisation des entreprises vise à la réorganisation et l'optimisation des process de l'entreprise et nécessitera d'intégrer davantage de nouvelles technologies et d'outils numériques. A titre d'exemple, elle permet l'élargissement des canaux de vente sur le téléphone portable, le raccourcissement du circuit de décision (management collaboratif, réseaux sociaux d'entreprise), l'optimisation du sourcing de fournisseurs à partir de places de marchés digitales ainsi que l'optimisation de la production grâce à l'impression 3D.

Qu'il s'agisse de la digitalisation de l'expérience consommateur ou des entreprises, son déploiement nécessite différentes technologies que les professionnels du numérique résument en 5 lettres : SMACS pour Social, Mobile, Analytics, Cloud et Security. Elles représentent les 5 pans essentiels à la digitalisation de l'entreprise :

La révolution informatique des SMACS

Technologies SMACS : Social, Mobility, Analytics, Cloud, Security



Source : FU

La multiplication des terminaux informatiques (MOBILITY), des réseaux sociaux (SOCIAL) ainsi que des objets connectés (IoT) a augmenté le nombre de données à travers les messages sur les médias sociaux, les enregistrements transactionnels d'achats en ligne et les signaux GPS des téléphones mobiles. Le Cloud permet dorénavant de stocker ces quantités énormes de données (CLOUD) afin de permettre leur analyse (ANALYTICS). Cette analyse offre la possibilité aux e-commerçants de personnaliser et d'améliorer chaque expérience client. De plus, le Cloud développe la mobilité (MOBILITY) des utilisateurs par l'accès à distance de ressources informatiques. La multiplication des données et la mobilité des utilisateurs renforcent le besoin en cyber sécurité (SECURITY).

Plus précisément, les technologies SMACS se définissent de la façon suivante :

- **SOCIAL** : Avec l'avènement des réseaux sociaux et des plateformes de partage de contenu, les utilisateurs ont eu la possibilité de créer, diffuser et partager de l'information. La collecte de ces données constitue une opportunité de création de valeur pour l'entreprise en offrant une relation plus personnalisée avec ses clients et en permettant à l'entreprise de connaître leur opinion sur les produits.

- **MOBILE** : Le phénomène de mobilité s'est développé avec l'augmentation du taux d'équipement de tablettes, d'objets connectés (IoT) et de smartphones. En 2015, le nombre d'utilisateurs de smartphones a atteint 2,1Mds selon le cabinet Strategy Analytics, soit 29% de la population mondiale. En 2016, le nombre de smartphones livrés devrait croître de +3,5% à 1,48Mds. L'usage intensif des smartphones a permis la création de business models concentrés sur l'utilisation du mobile et des datas émises (géolocalisation, etc). Ce concept se nomme « Mobile first ».

- **ANALYTICS** : L'analyse de l'ensemble de ces données ou Big Data apportent une plus grande connaissance des clients permettant d'améliorer les stratégies commerciales.

- **CLOUD** : Le cloud fournit sur internet des ressources informatiques accessibles partout, à tout moment et de n'importe quel terminal. Il permet l'utilisation à distance de ressources informatiques situées chez un fournisseur d'offres Cloud. Il représente une révolution informatique puisqu'il a facilité le stockage d'une grande quantité de données ainsi que leur diffusion à des prestataires pour analyse.

  Il permet le partage de 3 types de ressources:
  - **Infrastructure as a Service** : Le matériel physique de l'infrastructure informatique (serveurs, stockage, réseaux) est accessible à distance tout en étant hébergé chez un fournisseur.
  - **Platform as a Service** : Le fournisseur met des ressources de programmation (langages de programmation, bases de données) à la disposition des clients souhaitant développer des logiciels. Les développeurs peuvent alors travailler à plusieurs sur un même projet.
  - **Software as a Service** : Les applications sont hébergées chez le fournisseur, accessibles par internet sous la forme d'un service prêt à l'emploi qui ne nécessite aucune maintenance.

    Ce modèle apporte de la souplesse financière car le client réduit ses investissements informatiques au profit de charges d'exploitation. Ces charges s'alignent sur le temps d'utilisation grâce à une facturation à l'utilisation. De plus, ce modèle apporte de la flexibilité car le client peut adapter ses ressources en fonction de ses besoins.

- **SECURITY** : La circulation des données, la mobilité des utilisateurs et l'omniprésence d'internet à travers l'IoT rendent les données plus vulnérables et renforcent le besoin en cyber sécurité. Cela se traduit à travers le phénomène de « Bring Your Own Device » consistant à utiliser les équipements professionnels dans un contexte personnel ou inversement.

+17% de progression des SMACS en 2015

En 2015, les SMACS ont porté le marché IT grâce à un très fort taux de croissance (5,6Mds€ ; +16,9%). Le Syntec Numérique mise sur le développement du marché grâce à la digitalisation des entreprises. Les SMACS constituent ainsi un driver du marché à moyen-terme.

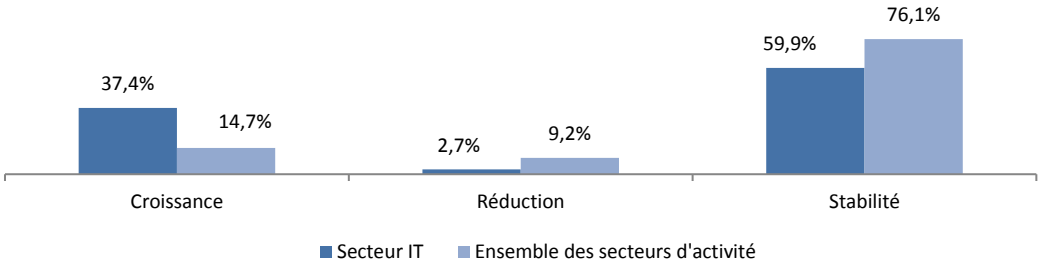
6. Les ESN portées en 2016 par l'innovation

+3,2% de croissance des ESN européennes en 2016

En 2016, Syntec Numérique s'attend à une accélération du marché européen des ESN à +3,2% (vs +2,9% en 2015). Il devrait être porté par 1/ l'amélioration des perspectives macroéconomiques, 2/ une montée en puissance de l'IaaS et 3/ l'émergence des premiers projets industriels en IoT.

En France, les composantes de la demande du marché informatique (nombre d'appels d'offres, taille des projets, carnets de commandes) sont positives et en amélioration au premier trimestre 2016. Le marché bénéficie notamment d'un effet de rattrapage après plusieurs années de sous-investissement. 80 % des entreprises anticipent une augmentation ou une stabilisation de leurs dépenses informatiques au cours de l'année. Pour faire face à cette demande, 37,4% des entreprises françaises de l'IT anticipent un accroissement des effectifs en 2016 contre 14,7% pour les sociétés d'autres secteurs d'activités.

Evolution des effectifs des entreprises françaises pour 2016 (en % d'entreprises)



Source : Apec

+2,6% de croissance du secteur IT en 2016

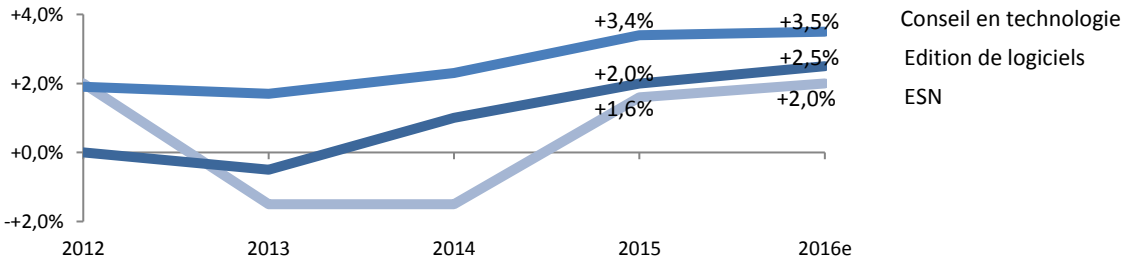
+2,5% de croissance des ESN françaises en 2016

En 2016, Syntec Numérique anticipe un marché français de l'IT en croissance de +2,6% (52,1Mds€). L'ensemble des segments devraient observer une accélération de la croissance :

- L'**édition de logiciels** (11,2Mds€ ; +3,6%) tirera la croissance du secteur grâce au développement des logiciels en mode SaaS et devrait représenter 14% (vs 12% en 2015) du marché français.
- Le **conseil en technologie** : 8,7Mds€ ; +2,0%.
- Les **ESN** : 32,3Mds€ ; +2,5%.

Les activités françaises de conseil en technologie et ESN devraient être soutenues par la digitalisation jusqu'en 2020. Cette tendance s'appui sur une étude 2016 de PwC selon laquelle 76% des entreprises industrielles mondiales estiment qu'elles atteindront un niveau de digitalisation avancé d'ici 2020 grâce à un investissement annuel de 5% du chiffre d'affaires. Pour 2016, Syntec Numérique prévoit une forte hausse (8,04Mds€ ; +18,2%) des SMACS qui devraient représenter 15,5% du marché français de l'IT.

Perspectives de croissance du marché IT en France



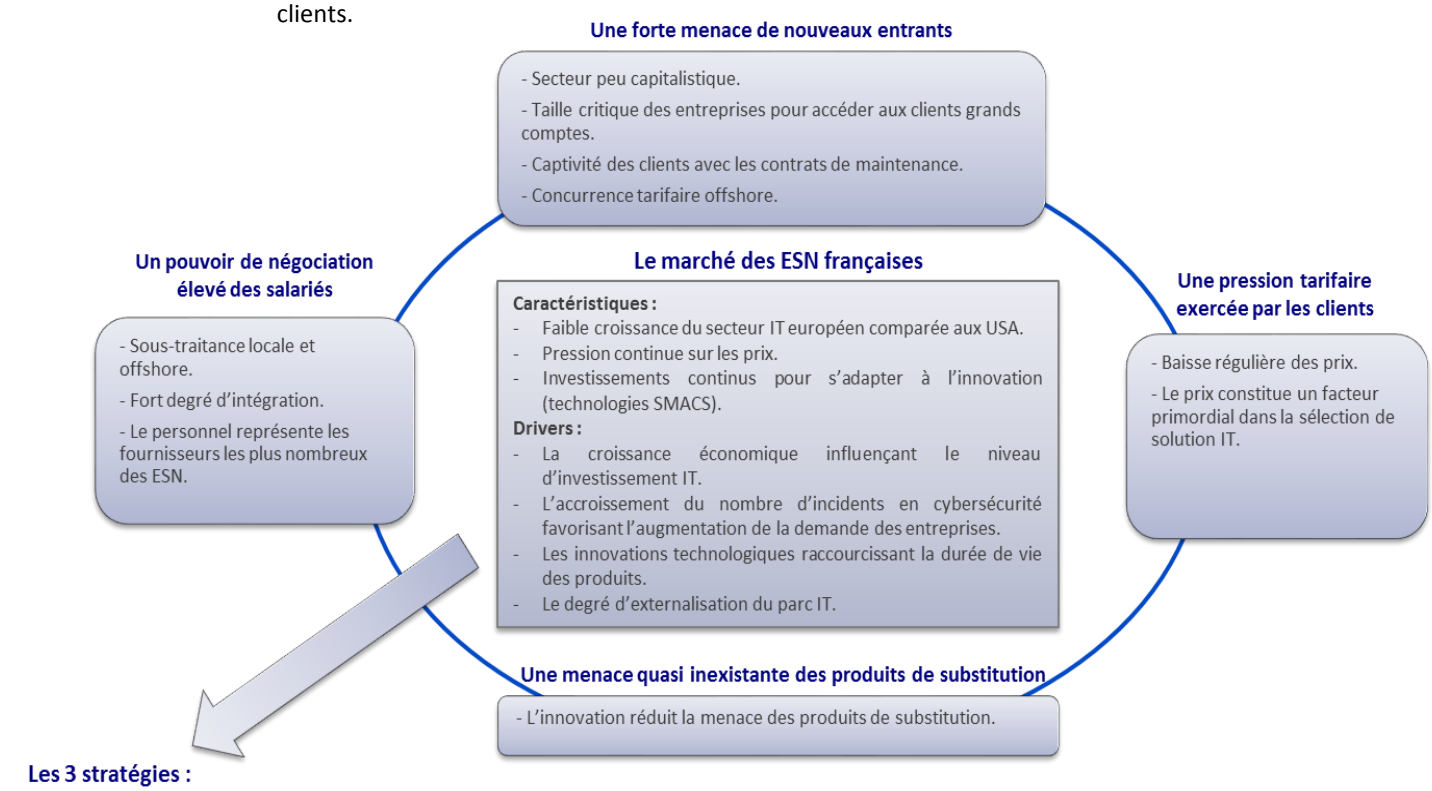
Source : Syntec Numérique

+18% de croissance des SMACS en 2016

D'après IDC, le marché français des SMACS bénéficiera fortement de la croissance des logiciels en mode SaaS (TCAM de +17,6% entre 2014 et 2018). Ils devraient représenter en 2018 un marché 3 fois supérieur aux éditeurs de logiciels en mode licence.

7. Un secteur très concurrentiel récompensant la différenciation par l'innovation

En Europe, les ESN évoluent dans un marché IT marqué par une croissance modérée (+2%). L'essor de nouvelles technologies comme les SMACS tire cette croissance à la hausse. On observe une pression continue sur les prix expliquée par une forte concurrence et par un pouvoir de négociation en faveur des clients.



Les 3 stratégies :

Caractéristiques du secteur	Une faible croissance du marché IT, en particulier en Europe	Une pression continue sur les prix avec un pouvoir de négociation des clients	Une demande dominée par les SMACS
Objectifs	Réussir à conquérir des parts de marché face à une concurrence exacerbée par les acteurs indiens	Faire évoluer le modèle opérationnel pour répondre à la demande des clients	Proposer des offres distinctives pour répondre aux demandes à forte valeur ajoutée des clients
Réponses	Croissance externe pour acquérir des pdm sur le marché local ou international ou pour acquérir des compétences	Délocalisation offshore, industrialisation, facturation à l'utilisation	Investissement en R&D et adaptation de la gestion RH pour capter des compétences

Source : FU

- **Une forte menace des nouveaux entrants**

Le marché de l'IT est très concurrentiel car les concurrents n'ont besoin que de peu de capitaux pour opérer dans le domaine.

Cependant la taille critique des entreprises constitue une importante barrière à l'entrée. Cette taille entraîne une forte visibilité qui facilite l'accès aux clients grands comptes. Ces derniers possèdent un coût d'acquisition faible, sont à l'origine d'une demande forte et disposent de budgets d'investissement plus conséquents.

Les contrats de maintenance entraînent la captivité des clients et représentent une barrière à l'entrée aux concurrents. Lorsque les ESN développent ou maintiennent des logiciels clients, elles s'accaparent le langage de programmation en codant selon ses habitudes de programmation. Un concurrent dépensera donc plus de ressource à comprendre la manière dont le programme est codé. Ce surcoût représente une barrière à la sortie du client.

- **Un pouvoir de négociation élevé des salariés en tant que fournisseurs de compétences**

Le business model des ESN étant basé sur la vente de prestation intellectuelle, les salariés représentent les principaux fournisseurs des ESN. Le niveau de rémunération élevé des salariés et les difficultés rencontrées pour diminuer le turn-over permet d'affirmer que ces fournisseurs possèdent un fort pouvoir de négociation vis-à-vis des ESN.

Un autre fournisseur de service IT est la sous-traitance locale et offshore (localisée notamment en Inde). Elle permet aux ESN de proposer des prix compétitifs. Le poids de l'externalisation auprès de prestataires offshores a doublé depuis 2008 pour représenter 7,7% du marché français de l'IT 2014. Cependant, le degré d'intégration des ESN est tellement élevé que les besoins d'externalisation sont faibles. Ainsi, les prestataires ne disposent pas d'un pouvoir de négociation important.

- **Une pression tarifaire exercée par les clients**

Les prix facturés par les ESN suivent une tendance historique à la baisse. Le phénomène s'explique par une forte concurrence du secteur et par une pression tarifaire offshore. Si le phénomène est amené à se poursuivre, seules les offres les plus innovantes comme les SMACS représenteront un facteur redonnant du pricing power limitant cette pression tarifaire. Par ailleurs, le modèle économique étant basé sur la gestion des ressources humaines, une réduction tarifaire excessive entraînerait mécaniquement une baisse des effectifs dédiés au projet du client. Les clients ne souhaitant pas dégrader la qualité de leurs projets informatiques, ils se montrent compréhensifs quant à la négociation des prix.

Des investissements IT corrélés à la croissance économique

Les évolutions de chiffre d'affaires suivent les variations économiques. Lors d'une crise économique, les réductions budgétaires impactent prioritairement les investissements IT. Le prix de facturation constitue donc un critère prépondérant pour les clients, confirmant un pouvoir de négociation en leur faveur.

- **Une menace quasi inexistante des produits de substitution**

Les ESN accompagnent leurs clients dans les processus d'innovation. Les compétences liées aux développements d'innovations représentent leur principal avantage concurrentiel. Elles ne rencontrent donc pas de menace de la part de produits de substitution.

- **Les trois réponses stratégiques pour accroître son leadership**

Afin de conquérir de nouvelles parts de marché, d'adapter leur modèle opérationnel aux besoins clients et pour offrir des solutions innovantes, les ESN disposent de 3 stratégies :

- La croissance externe pour se développer sur leurs marchés locaux ou pour conquérir de nouveaux marchés.
- La délocalisation offshore et la facturation à l'utilisation afin de rester compétitifs.
- L'investissement R&D et le recrutement afin d'acquérir de nouvelles compétences pour offrir des solutions innovantes aux clients.

AUBAY

Secteur : ESN

Cours au 20/07/2016 **21,9 €**

Objectif (potentiel) **25,6 € (+17,2%)**

Exercice au 31-12	CA M€	EBITA M€	Marge	RN M€
2015	274	26	9,5%	16
2016e	327	30	9,1%	20
2017e	349	32	9,2%	21

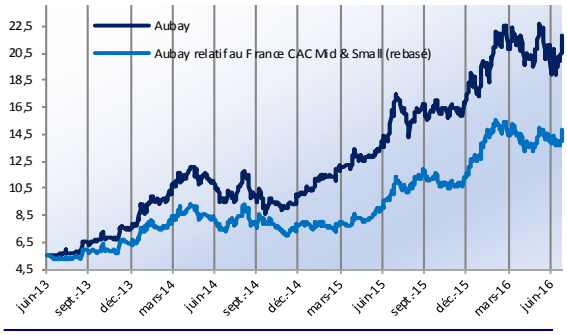
BPA	Var	PE	VE		Rdt Net
			CA	EBITA	
1,2 €	+36%	11,6x	0,7x	7,2x	2,1%
1,5 €	+24%	14,6x	0,8x	9,2x	2,1%
1,6 €	+9%	13,4x	0,7x	8,0x	2,3%

Source : FU

Données boursières

MNEMO / ISIN	AUB-PAR / FR0000063737
Capitalisation	285 M€
Nombre d'actions	13,0 M
Extrêmes 12 m	14,3€ / 22,7€

Performance (%)	1m	3m	12m
Perf. absolue	+3,7%	+1,8%	+37,2%
Perf. relative CAC4	+2,7%	+3,2%	+43,8%



Source : FactSet

Principaux actionnaires

Famille Rabasse	16,6%
Famille Aubert	11,9%
Autres familles	26,1%
Autodétention	0,4%
Flottant	45,0%

Dirigeants

Philippe RABASSE	DG

Valorisation/action

DCF (WACC de 8,5%)	27,81 €
Comparables	23,41 €
Ratios historiques	18,7 €

Vincent COURTOIS
Analyste Buy-Side

Grégory BOUDINET
Assitant Analyste

Après un relèvement des guidances 2016, les opportunités demeurent pour poursuivre la revalorisation du titre

Une ESN européenne de référence sur les clients grands comptes

Aubay se positionne sur les systèmes d'informations et particulièrement sur les logiciels sur-mesure. Il s'implante en Europe au plus proche de ses clients grands comptes et bénéficie d'une forte exposition au secteur financier.

Des résultats 2015 excellents, supérieurs aux objectifs annoncés …

Aubay a publié un CA 2015 de 274M€ (+12,5%, +8,7% pcc vs +5% attendu) tiré par 1/ la bancassurance (70% du CA), dynamique en matière d'investissement IT, 2/ l'acquisition de BBVA et Santander comme clients grâce au rachat de Norma4. La marge d'EBITDA ressort à 9,5% (+2,2pt), supérieure à la guidance (8,3%). Elle repose essentiellement sur le contrôle des coûts de structure. Le RN est de 6M€ (+37%). La DN peu significative de 2,4M€ soit un ratio DN/EBITDA de 0,1x, assure une capacité d'endettement importante lui permettant de financer d'éventuelles acquisitions futures.

… et un relèvement des guidances en 2016.

Le groupe confirme sa bonne dynamique au S1 2016 avec un CA de 164M€ (+22,1% dt +11,4% à pc). La croissance organique s'est accélérée au T2 en France (+15,6% vs 9,9% au T1) et à l'international (+13,3%).

Fort de cette accélération, Aubay relève ses guidances 2016 de CA (325M€ ; + 8,5% à pc vs 317M€ ; +6% à pc) et maintient un objectif de ROC à 29M€ (+11%) soit une MOC de 9,1% (-0,4pt). Cette dilution provient de l'intégration de Cast-Info et de la politique soutenue du groupe en matière de recrutement (+1.000 salariés en 2016).

La bonne dynamique du marché et la culture de la rentabilité justifient notre opinion positive.

Nous somme confiants dans la capacité du groupe à maintenir au moins jusqu'en 2020, une forte croissance organique, supérieure à +6%, et une MOC proche de 9%. Nous sommes donc positifs sur le titre qui bénéficie de nombreux atouts 1/ une amélioration des performances en Italie, en Belgique et au Luxembourg, 2/ une taille critique en zone ibérique, 3/ une forte dynamique du marché des SMACS, 4/ une maîtrise éprouvée des charges, 5/ un management capable de délivrer des résultats au-delà des attentes.

Nous initions la couverture d'Aubay avec un objectif de cours à 25,6€.

Aubay, un modèle de rentabilité

Une activité basée sur les systèmes d'informations

En 1997, Christian Aubert fonde Aubay, une ESN avec l'ambition d'offrir une large gamme de solutions. Peu de temps après, il achète une partie du fonds de commerce d'Atos et lève des capitaux en bourse dès 1999 pour acquérir des PME dans le but de consolider les compétences nécessaires au projet.
Son modèle de développement s'appuie sur l'intégration et le contrôle des 25 acquisitions réalisées depuis sa création. Le groupe utilise son expertise pour redresser les marges d'exploitation des acquisitions en réduisant notamment les frais de structure.

1. Une spécialisation dans les systèmes d'informations au service de la rentabilité

Aubay se positionne sur une seule activité centrée sur les systèmes d'informations. Cette concentration sur une seule activité apporte 1/ une plus grande visibilité sur son domaine d'expertise ce qui facilite son positionnement auprès des clients grands comptes exclusivement, 2/ des synergies sur les coûts.

Caractéristiques d'Aubay

Activités	Systèmes d'informations 100% du CA 2015
Description	Aubay est positionné sur l'ensemble de la chaîne de valeur des systèmes d'informations : architecture, conception, développement et recette (50% du CA) et maintenance (50% du CA). Le groupe traite essentiellement des applications logicielles sur-mesure nécessaires à la poursuite des activités des clients. Ces logiciels, à l'origine essentiellement développés en interne par les clients eux-mêmes, deviennent très complexes dans leur développement au fil des années. Ainsi, les clients les externalisent auprès de prestataires informatiques comme Aubay, n'étant plus en capacité d'assurer la maintenance ou ne considèrant plus le maintien de ces logiciels comme leur cœur de métier. Ces prestations intellectuelles incluent l'utilisation des technologies SMACS. A titre d'exemple, Aubay développe les systèmes d'informations de remboursements des soins de santé d'Axa (circuit entre les clients, l'assurance et la Sécurité Sociale) et de gestion des sinistres en assurance de biens.
Répartition géographique	France 60,3% / Europe 39,7%
1ers clients	Secteurs : Banque (41% du CA) et Assurance (27% du CA)
Concurrents	Sopra, Accenture, GFI, Groupe Open, Devoteam, Infotel, Solucom
Forces	• Acteur de référence sur ce segment d'activité • Facilité d'accès aux clients grands comptes • Aucun déréférencement de clients à ce jour • Niveau de MOC élevé • Les logiciels étant nécessaires à la poursuite des activités, les investissements dépendent moins de la conjoncture économique • Récurrence du CA grâce aux contrats de maintenance

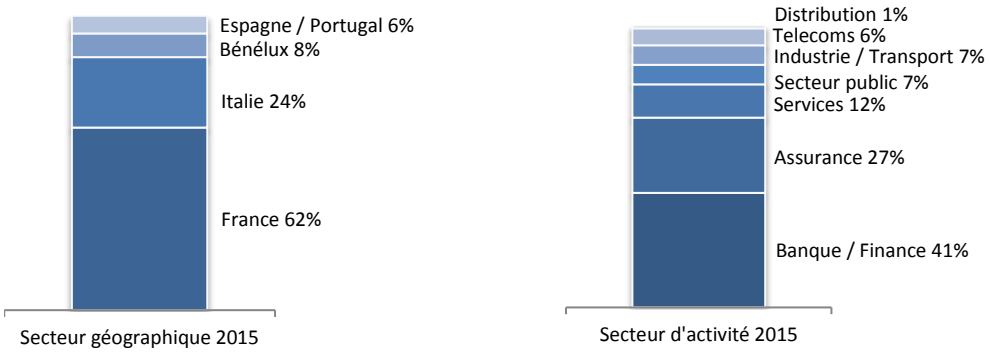
Source : Fu

Aubay s'implante exclusivement dans les capitales européennes au plus proche de ses clients grands comptes et des grands projets informatiques. Il s'est renforcé depuis 2014 sur l'ensemble des zones géographiques et dans la zone ibérique avec l'acquisition des sociétés Norma4 et Cast-Info.

Répartition du CA par secteur d'activité des clients et par zone géographique

Une exposition géographique 100% européenne

Une exposition sectorielle 68% financière



Source : Rapports annuels d'Aubay

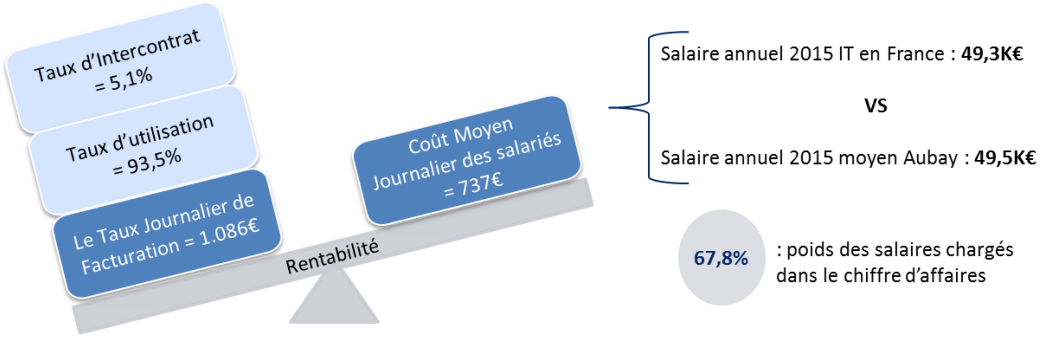
La société dispose dorénavant d'une taille critique (plus de 1.000 collaborateurs par pays) sur l'ensemble des zones géographiques lui permettant de se concentrer uniquement sur des clients grands comptes. Ces derniers lui apportent une forte récurrence dans les projets grâce à des budgets d'investissements élevés et davantage de rentabilité grâce à un circuit de décision rapide.

Le groupe dispose d'une surexposition au secteur financier (78% du CA 2016) à l'image de son plus gros client (BNP Paribas avec 15% du CA). Néanmoins, les groupes bancaires réalisent leurs commandes à travers l'ensemble de leurs filiales, diluant l'exposition d'Aubay par client. Peu exposé au secteur industriel, Aubay souhaite s'y développer dans l'avenir.

Avec 3.750 salariés et des charges de personnels représentant 67,8% du CA 2015, le business model d'Aubay se base, en tant qu'ESN, sur la gestion des ressources humaines.

Un business model basé sur la gestion des ressources humaines

Un taux journalier de facturation nettement supérieur au coût moyen journalier des salariés



Source : Rapports annuels d'Aubay

Le groupe minimise son coût moyen journalier des salariés grâce à une politique d'embauche de profils juniors (peu d'expérience ou stagiaires). De plus, son faible taux d'intercontrat (5,1%) ainsi qu'un fort taux d'utilisation (93,5%) facilite l'atteinte de sa rentabilité opérationnelle.
Le turn-over se situe autour de 20%, dans la fourchette haute historique et témoigne de la bonne dynamique du secteur (turn-over de 12% en bas de cycle d'investissement IT). Le groupe se fixe l'objectif de recruter 1.000 salariés en 2016 soit entre 300 et 400 salariés nets de turn-over. Enfin, le taux de sous-traitance se situe à un niveau normatif de 14% du CA et permet d'absorber le surplus de demande momentanée.

Des forces microéconomiques face à des menaces macroéconomiques

Points Forts	Points faibles
• Une taille critique en Europe • Aucun déréférencement de clients depuis sa création • MOC dans le haut de la fourchette témoignant de la qualité du management • Bonne capacité d'intégration des 25 acquisitions	• Exposition très forte aux banques assurances • Concentration sur une seule activité • Marché des ESN fortement concurrentiel
Opportunités	**Menaces**
• Amélioration de la MOC de la dernière acquisition Cast-Info • Marché des ESN attendu en croissance porté par les SMACS	• Choc économique entraînant la baisse des investissements en IT • Impact du Brexit sur le niveau d'investissement des banques et assurances

Source : FU

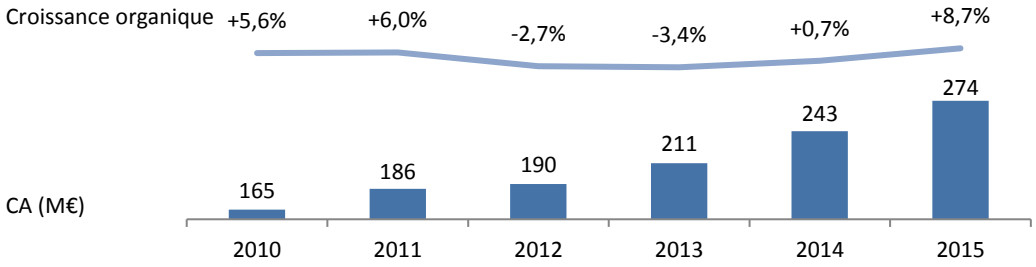
Malgré une bonne maîtrise de ses ressources humaines et donc de sa rentabilité, les menaces sur Aubay proviennent avant tout de son exposition au secteur de la bancassurance. Cependant, le risque semble limité grâce aux contrats de maintenance assurant une récurrence du CA et par l'intervention du groupe sur des logiciels dont le désinvestissement des banques provoquerait une paralysie de son exploitation.

2. Une très bonne maîtrise des marges

TCAM 2010-2015 du CA : +11%

Depuis 5 ans, le CA d'Aubay connaît un rythme de croissance annuel de +10,7% pour atteindre 274M€ en 2015. Il provient essentiellement de l'intégration des 6 acquisitions depuis 2010 alors que dans le même temps les investissements IT des clients après une forte croissance en 2010 et 2011 (+5,6% ; +6%), ont marqué le pas en 2012 et 2013 (-2,7% ; -3,4%). Depuis 2014, le groupe renoue avec une croissance organique positive et accélère la tendance sur 2015 (+8,7%).

Evolution du CA

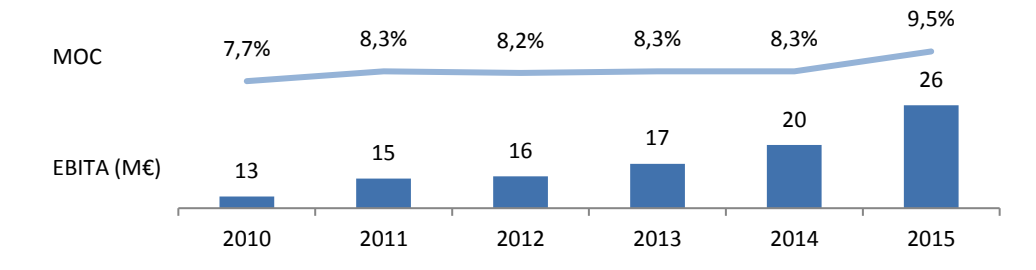


Source : Rapports annuels d'Aubay

TCAM 2010-2015 de l'EBITDA : +15%

Malgré un environnement instable entre 2010 à 2015, le groupe est parvenu à améliorer sa rentabilité. L'EBITA progresse depuis 2010 à un rythme annuel moyen de +15% (26M€ en 2015) soit une marge d'EBITDA passée de 7% en 2010 à 9,5% en 2015 (un des plus hauts du secteur). Cette progression de la marge illustre la capacité du management à optimiser ses principaux postes de dépenses (essentiellement les charges de personnel (69,3% du CA en 2010 vs 67,8% en 2015) et les frais de structure) et plus globalement sa capacité à gérer les crises et les phases d'activité de « stop and go ».

Evolution de la MOC et de l'EBITA



Source : Rapports annuels d'Aubay

TCAM 2010-2015 du RN: +20%

Le résultat net pdg progresse à un rythme annuel moyen de +20,4%. Il est porté par l'amélioration de l'EBITA entre 2010 et 2015, la baisse du taux d'imposition de 44% à 34% alors que les charges financières sont non significatives. En 2015, le résultat net atteint un niveau record de 15,9M€ (+36,2%) pour un pay-out normatif de 30%.

Poussé par l'EBITDA, le FCF croît depuis 2010 à un rythme annuel moyen de +40%. Il se situe à 4,7M€ (+50,4%) en 2015. Le groupe affiche une DN non significative à fin 2015 (2,41M€ ; DN/EBITDA retraité de 0,1x ; gearing de 2%) libérant ainsi une capacité d'endettement de plus de 40M€. Cette dernière est suffisante pour permettre au groupe de financer des acquisitions ou des projets futurs.

3. Une poursuite de la croissance supérieure aux guidances

Objectifs 2016 : +15,7% de CA +11% de ROC 9,1% de MOC

Après un très bon début d'année, porté par le marché français et l'international, Aubay a relevé ses guidances 2016. Pour 2016, nous anticipons un CA de 327M€ (+19% dont +8,7% à pc) supérieur à la guidance de 325M€ (+19% dont +8,5% à pc). Pour y parvenir, Aubay bénéficie de leviers : 1/ une forte croissance organique en Espagne, 2/ l'amélioration au S1 2016 des marchés luxembourgeois et belge, 3/ la bonne dynamique du marché italien, 4/ la croissance à 2 chiffres du marché des SMACS.

Nous attendons en 2016, une progression du ROC (30,2M€ ; +16%) supérieure de +2% à la guidance (29,7M€ ; +14%) et un léger repli de la MOC (9,2% ; -0,3pt) vs une guidance à 9,1%. Ce fléchissement s'explique par les coûts liés à l'intégration de Cast-Info ainsi qu'à la politique soutenue du groupe en matière de recrutement (+1.000 salariés en 2016). De plus, Aubay ne perçoit pas d'impact négatif du Brexit à ce jour.

Nous anticipons à horizon 2020, un CA de 415M€ (croissance organique de +6%) portée par la digitalisation des entreprises et un EBITA de 38,2M€ soit une MOC de 9,2%.

4. Valorisation

Dans le cadre de nos comparables, nous avons retenu un échantillon limité à 9 acteurs du secteur. Notre approche privilégie les ratios EV/CA, EV/EBITDA, EV/EBIT et les PE. La valorisation du secteur est relativement homogène.

Echantillon de comparables

	Pays	Capi. En M	VE/CA			VE/EBITDA			VE/EBIT			PE		
			2016e	2017e	2018e	2016e	2017e	2018e	2016e	2017e	2018e	2016e	2017e	2018e
Devoteam Sa	France	361	0,6x	0,5x	0,4x	6,9x	5,7x	4,9x	7,5x	6,2x	5,3x	19,1x	16,3x	14,7x
Gfi Informatique	France	522	0,6x	0,5x	-	7,7x	6,9x	-	9,6x	8,5x	-	16,2x	14,5x	12,7x
Groupe Open	France	157	0,5x	0,4x	0,4x	6,1x	5,1x	4,6x	6,8x	5,5x	4,8x	13,4x	11,7x	10,9x
Indra Sistemas Sa	Spain	1 713	0,9x	0,9x	0,8x	11,0x	8,5x	7,1x	15,2x	10,9x	8,9x	20,3x	13,4x	11,0x
Infotel	France	226	0,9x	0,8x	0,8x	7,5x	6,8x	6,2x	8,5x	7,6x	6,8x	16,6x	15,4x	14,3x
Neurones	France	481	0,8x	0,7x	0,6x	7,3x	6,3x	-	8,2x	7,1x	5,7x	20,0x	18,2x	15,8x
Reply Spa	Italy	1 158	1,5x	1,3x	1,1x	10,5x	8,9x	7,6x	11,6x	10,0x	8,2x	17,8x	15,8x	12,0x
Solucom Sa	France	385	1,2x	1,1x	1,0x	10,5x	8,5x	7,0x	11,0x	8,7x	7,0x	16,8x	13,8x	11,6x
Sword Group	France	225	1,2x	1,1x	1,0x	7,8x	6,8x	6,2x	9,5x	8,6x	7,7x	16,1x	14,6x	13,1x
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Aubay	France	285	0,9x	0,8x	0,7x	8,8x	7,7x	6,9x	9,5x	8,3x	7,4x	16,1x	14,8x	13,9x
Moyenne			**0,9x**	**0,8x**	**0,7x**	**8,4x**	**7,1x**	**6,3x**	**9,7x**	**8,1x**	**6,9x**	**17,2x**	**14,8x**	**13,0x**
Médiane			**0,9x**	**0,8x**	**0,8x**	**7,7x**	**6,8x**	**6,5x**	**9,5x**	**8,4x**	**7,0x**	**16,7x**	**14,7x**	**12,9x**

Source : FactSet

Comparables : 23,4€ (+7%)

Sur la base de ces ratios, la valorisation d'Aubay se situe à 23,41€ (+7,1%).

Dans le cadre de notre approche par DCF, les flux 2015-2017^{e} sont ceux de nos hypothèses décrites précédemment. A partir de 2017^{e}, nous avons retenu un ralentissement progressif de la croissance du CA pour atteindre une croissance normative LT de +1,5%. En termes d'EBITA, nous intégrons une hypothèse prudente d'une MOC normative de 9,2%. Il s'agit d'un niveau inférieur à la MOC actuelle (9,5% en 2015) qui tient compte de la concurrence du secteur. Il reste cependant dans les plus hauts historiques d'Aubay qui parviendra à maintenir cette marge grâce à sa bonne gestion des ressources humaines et sa maîtrise éprouvée des coûts de structure. Le gearing étant quasi nul, le taux d'actualisation représente essentiellement le coût des fonds propres, soit 8,5%.

Hypothèses de DCF

en M€	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
CA (M€)	**274**	**326,7**	**349,0**	**370,3**	**392,1**	**414,9**
var %		*+19,3%*	*+6,8%*	*+6,1%*	*+5,9%*	*+5,8%*
EBITA (M€)	26,0	29,7	32,3	34,5	36,4	38,2
EBITDA / CA	9,5%	*9,1%*	*9,2%*	*9,3%*	*9,3%*	*9,2%*
Amortissements (M€)	-1,6	-1,6	-1,6	-1,6	-1,6	-1,6
Amortissements / CA	-0,6%	*-0,5%*	*-0,5%*	*-0,4%*	*-0,4%*	*-0,4%*
BFR (M€)	8,0	9,6	10,6	11,4	10,8	10,2
BFR / CA	2,9%	*+2,9%*	*+3,0%*	*+3,1%*	*+2,7%*	*+2,5%*
Taux d'impôt	33%	33%	33%	33%	33%	33%
EBITA		**29,7**	**32,3**	**34,5**	**36,4**	**38,2**
Impôt		-9,8	-10,6	-11,4	-12,0	-12,6
Amortissements		1,6	1,6	1,6	1,6	1,6
Capex		-1,6	-1,7	-1,9	-2,0	-2,1
Variation de BFR		1,6	1,0	0,8	0,6	0,5
FCF opérationnel net IS		**21,5**	**22,5**	**23,7**	**24,7**	**25,7**
var %			*+4,6%*	*+5,5%*	*+4,2%*	*+4,0%*
FCF actualisés		**19,8**	**19,1**	**18,6**	**17,8**	**17,1**

Source : FU

DCF : 27,1€ (+27%)

Après retraitement de la dette nette à fin 2015, de la valeur des minoritaires, des provisions et d'autres actifs financiers, notre approche par DCF valorise Aubay à 27,81€ par action (+27,3%).

Détails du WACC

	Valeur (M€)
FCF opérationnel 2015-2022e	131,2
+ Valeur terminale (croissance de LT de +1,5%)	237,4
Valeur d'entreprise (M€)	**368,6**
- DN 2015	-2,4
- Intérêts minoritaires	-0,8
- Provisions après IS théorique	-1,6
Valeur des fonds propres (M€)	**363,8**
Nombre d'actions dilué	13,1
Valeur théorique de l'action (€)	**27,81**

Source : FU

Tableau de sensibilité

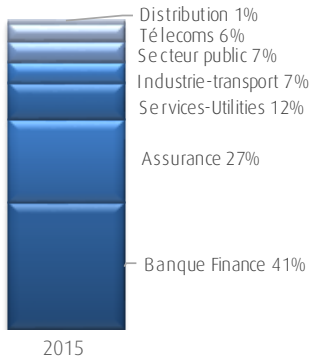
Croissance LT \ WACC	7,5%	8,0%	8,5%	9,0%	9,5%
0,5%	29,52	27,40	25,55	23,92	22,42
1,0%	31,01	28,65	26,60	24,82	23,24
1,5%	32,76	30,09	**27,81**	25,84	24,11
2,0%	34,83	31,78	29,21	27,01	25,10
2,5%	37,31	33,78	30,84	28,35	26,23

Source : FU

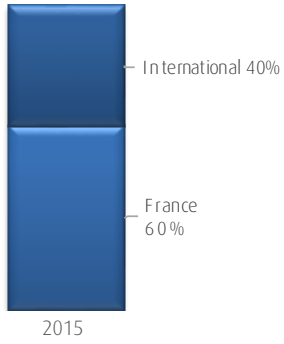
Valorisation moyenne : 25,6€ (+17%)

Au final, notre objectif basé sur la moyenne des méthodes de la valorisation des comparables (23,4€) et du DCF (27,8€) ressort à 25,61€ (+17,2%). Positionné sur un marché des SMACS en forte croissance, le groupe est en mesure de réaliser une croissance organique proche de 6% par an tout en améliorant ses marges.

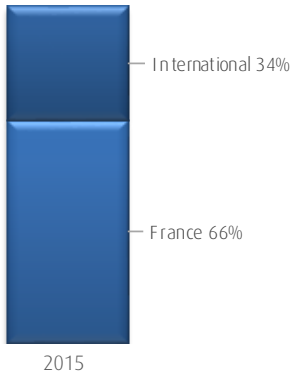
Répartition du CA par secteur d'activité



Répartition du CA par région



Répartition de l'EBITA par région



Sources : Aubay, FU

Compte de Résultat (M€)	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Chiffre d'Affaires	243,2	273,8	326,7	349,0	370,3
EBITDA	21,5	27,6	31,4	33,9	36,1
EBITA ajusté	20,2	26,0	29,7	32,3	34,5
Résultat Financier	-0,9	-0,2	-0,7	-0,7	-0,7
RN	11,7	15,9	19,6	21,3	22,8
RN part du groupe	11,7	15,9	19,6	21,3	22,8

Bilan (M€)	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Total actif immobilisé	107,6	114,7	114,7	114,9	114,9
dont GW	23,8	23,8	23,7	23,9	23,9
BFR	3,8	8,0	9,6	10,6	11,4
Fonds Propres totaux	98,8	111,6	127,5	143,1	159,4
Endettement Financier ne	6,6	2,4	-12,0	-26,4	-39,2

Financement (M€)	2014	2015	2016e	2017e	2018e
CAF	14,7	18,7	21,3	22,9	24,4
CAPEX	-2,5	-1,1	-1,6	-1,7	-1,9
CAF / CAPEX	5,8	16,4	13,0	13,1	13,2
Variation de BFR	3,7	0,4	1,6	1,0	0,8
Pay-Out	25,6%	24,5%	29,7%	30,4%	31,3%
FCF opérationnel	15,8	18,0	21,2	22,1	23,3

Ratios de structure	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Gearing	7%	2%	-9%	-18%	-25%
DN/EBITDA	0,3x	0,1x	-0,4x	-0,8x	-1,1x
GW/FP	24,1%	21,3%	18,6%	16,7%	15,0%
Marge opérationnelle	8,3%	9,5%	9,1%	9,2%	9,3%
Marge nette	4,8%	5,8%	6,0%	6,1%	6,2%
ROE	11,8%	14,2%	15,4%	14,9%	14,3%
ROCE	18,1%	21,1%	23,9%	25,7%	27,3%

Données par action (€)	2014	2015	2016e	2017e	2018e
BPA corrigé *	0,89	1,21	1,50	1,63	1,74
Dividende net	0,23	0,30	0,45	0,50	0,55
CAF / action	1,12	1,43	1,63	1,75	1,86
Actif net par action	7,5	8,5	9,7	10,9	12,2

Ratios boursiers	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Cours moyen ou dernier	10,1 €	14,1 €	21,9 €	21,9 €	21,9 €
PER	11,3x	11,6x	14,6x	13,4x	12,5x
P / CAF	9,0x	9,8x	13,4x	12,5x	11,7x
Rdt du FCF opérationne	11,3%	9,6%	7,7%	8,5%	9,5%
P / AN	1,3x	1,6x	2,2x	2,0x	1,8x
VE / CA	0,6x	0,7x	0,8x	0,7x	0,7x
VE/ EBITDA	6,5x	6,8x	8,7x	7,7x	6,8x
VE/ EBITA	6,9x	7,2x	9,2x	8,0x	7,1x

* BPA corrigé des éléments exceptionnels et du nombre d'actions diluées

** FCF opérationnel après BFR rapporté à la VE

Source : FU

ECONOCOM

Secteur : IT

Cours au 20/07/2016 **11,5 €**

Objectif (potentiel) **12,6 €** **(+9,8%)**

Exercice au 31-12	CA M€	EBITA M€	Marge	RN M€
2015	2 316	114	4,9%	58
2016e	2 523	139	5,5%	76
2017e	2 716	157	5,8%	88

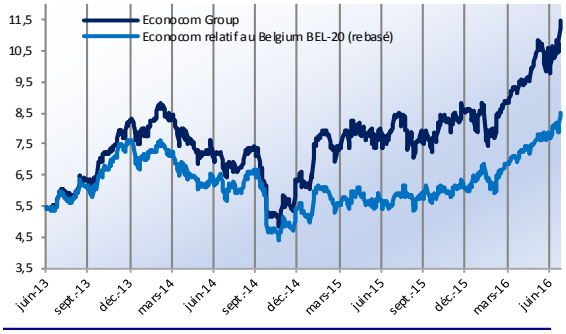
BPA	Var	PE	VE		Rdt Net
			CA	EBITA	
0,6 €	+39%	13,4x	0,5x	10,0x	2,3%
0,7 €	+29%	15,4x	0,6x	11,3x	2,1%
0,8 €	+12%	13,8x	0,5x	9,4x	2,4%

Source : FU

Données boursières

MNEMO / ISIN	ECONB-BRU / BE0974266950
Capitalisation	1 292 M€
Nombre d'actions	112,5 M
Extrêmes 12 m	7,1€ / 12,2€

Performance (%)	1m	3m	12m
Perf. absolue	+10,1%	+21,3%	+43,0%
Perf. relative CAC4	+9,7%	+19,8%	+50,6%



Source : FactSet

Principaux actionnaires

Sociétés contrôlées par JL Bouchard	41,0%
Autodétention	5,2%
Flottant	53,8%

Dirigeants

Jean-Louis BOUCHARD	Président

Valorisation/action

DCF (WACC de 8,1%)	13,2 €
SOP	12,2 €
Ratios historiques	10,6 €

Vincent COURTOIS
Analyste Buy-Side

Grégory BOUDINET
Assitant Analyste

L'amélioration de la rentabilité sera l'objectif à moyen-terme

Une ESN mondiale avec un business model unique

Econocom opère sur 3 métiers complémentaires : la vente de matériel IT, les solutions de financements et l'accompagnement des clients dans leurs projets digitaux. Il est positionné au niveau international sur les clients grands comptes entraînant une diversification géographique et sectorielle du portefeuille clients.

Des résultats 2015 records ...

Econocom a publié un CA 2015 de 2,3Mds€ (+11%, +8% pcc) entraîné par 1/ l'intégration réussie d'Osiatis, 2/ la croissance de ses 3 activités, 3/ les synergies commerciales engrangeant du cross-selling. La marge d'EBITA ressort à 4,9% (+0,5pt) et repose sur le contrôle des coûts de vente (66,9% du CA ; +0,7pt) et des charges de personnel (20,3% du CA ; -0,8pt). Le RN à 67M€ (+37%) soit un BNA de 0,51€ (+80%), permet de proposer un pay-out de 35% (vs 42%).

... couplés à une bonne visibilité à MT.

Le groupe confirme sa bonne dynamique au S1 2016 avec un CA de 1,2Md€ (+8% dt +5% à pc) illustrant son modèle d'intégration performant. Le ROC de 53M€ (+22%) est notamment porté par l'amélioration de la rentabilité opérationnelle de l'activité Services (MOC de 4,9% en 2015). Les perspectives positives pousse Econocom a confirmer ses guidances 2016 (croissance organique supérieure au marché, progression du ROC à 2 chiffres).

Pour 2017, Econocom prévoit un CA entre 2,7Mds€ et 2,8Mds€ (+20%), un ROC de 150M€ (+39%) soit 5,8% de MOC (+0,7pt).

Un objectif de rentabilité pour 2017 : une hausse de +32% du ROC.

Après s'est concentré depuis 2010 sur la croissance du CA (en organique et par acquisitions), Econocom se focalise désormais sur sa rentabilité opérationnelle. Nos estimations d'un ROC 2017 à 157M€ sont supérieures de +5% aux guidances. Nous attendons une diminution du coût des ventes (66,5% du CA 2017 vs 66,9% en 2015), une maîtrise des frais de personnels (20,4% du CA 2017 vs 20,3% en 2015) et une réduction des charges externes (6,6% du CA 2017 vs 7,5% en 2015).

Une opinion favorable pour un objectif de cours à 12,6€.

Nous sommes positifs sur le titre qui bénéficie d'un business model solide et de leviers d'amélioration de sa rentabilité. Notre objectif de cours se situe à 12,6€ (SOP et DCF). Alors que le plan actuel était focalisé sur la croissance, le plan présenté en 2017 se concentrera sur la rentabilité du groupe ce qui devrait permettre de soutenir plus encore le titre.

1. Il faut savoir donner un œuf pour recevoir un bœuf

Un modèle éprouvé qui a fait ses preuves

En 1994, Jean-Louis Bouchard fonde ECS, un centre de formation en informatique. Face à la frustration des élèves de ne pouvoir travailler depuis leurs propres ordinateurs faute de prix abordables, il entreprend de se substituer aux élèves et de racheter le matériel informatique d'occasion d'EDF. A ce service de distribution, viendra bientôt s'ajouter des solutions de maintenance et de location. Les pierres du business model sont alors posées.

Quelques années plus tard, IBM loueur de matériel IT auprès de la Société Générale, suspend ses solutions de location. La SG décide alors d'internaliser l'activité de location en rachetant ECS. Avec le fruit de cette vente, Jean-Louis Bouchard acquiert une entreprise américaine : Econocom. En 2010, après la crise des subprimes et l'affaire Kerviel, la SG se concentre sur son cœur d'activité. C'est dans ce contexte qu'Econocom rachète ECS.

2. Un modèle économique diversifié et résilient

Econocom opère sur 3 métiers complémentaires : 1/ la vente de matériel IT, 2/ les solutions de financements (dont la location-financement), 3/ l'accompagnement des clients dans leurs projets digitaux.

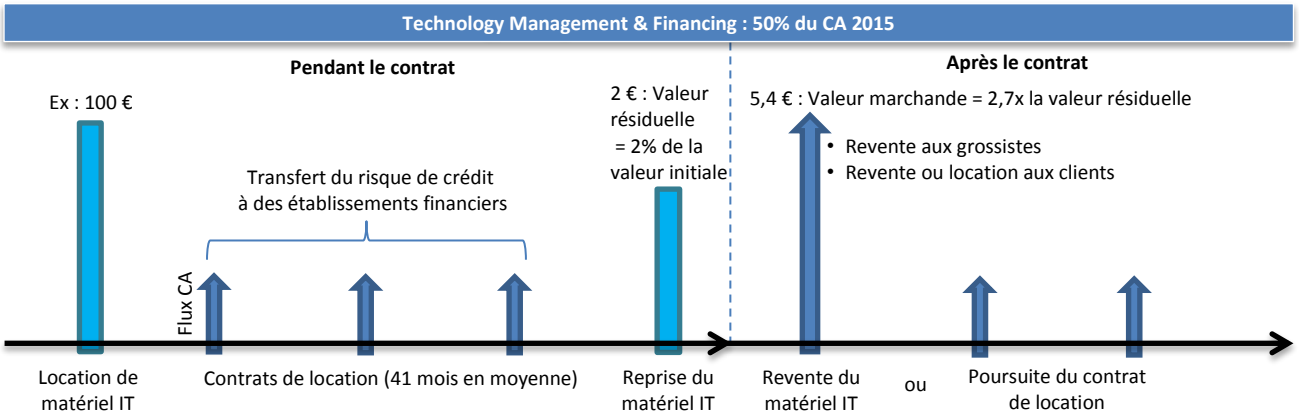
Activités d'Econocom

Activités	Produits et solutions 19% du CA 2015	Services 31% du CA 2015	Technology Management & Financing 50% du CA 2015
Description	Econocom vend du matériel et des solutions informatiques comme des ordinateurs ou des tablettes, assure la maintenance des produits vendus et propose le recyclage de ce matériel facilitant ainsi 1/ le respect des programmes de Responsabilité Sociale des Entreprise et 2/ la destruction des données sécurisées contenues dans la matériel IT.	Le groupe accompagne ses clients dans la digitalisation des processus au sein de leurs entreprises (technologies SMACS). Il propose ainsi des solutions sur-mesure incluant des prestations intellectuelles et matériel comme pour la Française des Jeux avec le développement d'une table de bar avec écran intégré permettant de parier depuis le bar.	Econocom propose à ses clients des solutions de financement et de location de matériel ou service. Ce service permet aux clients de bénéficier d'un matériel à jour sans investissement (CAPEX vs charges d'exploitation) tout en leur permettant de céder leur matériel à un prix et à une date connue à l'avance (contrats moyens de 41 mois).
Avantage compétitif	En proposant une offre de vente, de location et de services appliquée à la digitalisation de l'entreprise, Econocom dispose d'un niveau d'intégration élevé sur l'ensemble de la chaîne de valeur. En étant l'interlocuteur unique des clients dans le processus de digitalisation de leur entreprise, le groupe a développé un avantage concurrentiel leur permettant de bénéficier d'un pricing power.		
Répartition géographique	France 53,3% / Europe du Sud 17,7% / Benelux 15 % / Europe du N.et de l'E., Amériques 14%		
Clients	36 des 40 entreprises du CAC		
Concurrents	Computacenter, SCC et Realdolmen	Capgemini, Atos Sopra Steria, CGI, GFI, Devoteam	IBM, HP, Dell, sociétés de leasing (BNP Paribas Rental Solutions, etc), CHG ou Grenke Leasing
Forces	• Une structure de charges variables permettant de tirer profit des hausses d'investissements IT tout en amortissant les phases de baisse • L'externalisation du stock qui évite des ventes guidées selon le niveau de stock des produits et assurant l'indépendance du conseil • Une activité qui se porte bien en phase de hausse des investissements IT puisque les clients privilégient l'achat de matériel IT	• Un positionnement sur des clients grands comptes assurant une réccurence des projets • Une bonne capacité d'intégration des acquisitions • Un pricing power lié à sa capacité d'innovation	• Un leader en Europe • Ne porte pas le risque crédit • Une activité résiliente qui se porte bien en phase de baisse des investissements IT puisque les clients privilégient la location plutôt que l'achat de matériel IT

Source : FU

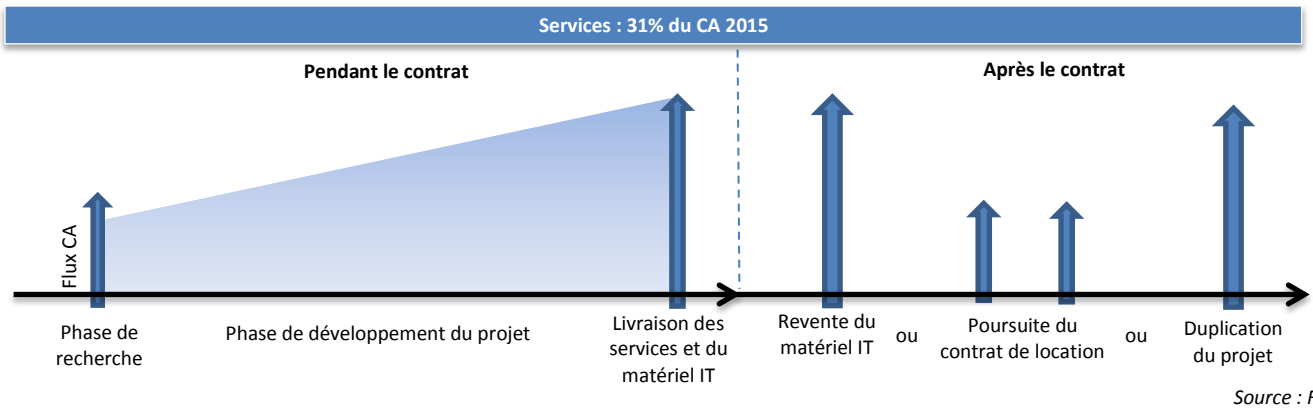
A l'image de son portefeuille clients, les activités du groupe sont diversifiées entre 3 segments. Ces activités s'appuient sur un business model résilient quelque soit le cycle économique. En phase de hausse, les clients investiront en achetant du matériel IT poussant l'offre Produits et Solutions. En phase de baisse, les clients favorisent la flexibilité dans leurs dépenses en délaissant l'investissement au profit de charges d'exploitation. Ils privilégieront la solution Technology Management & Financing.

Business model d'Econocom



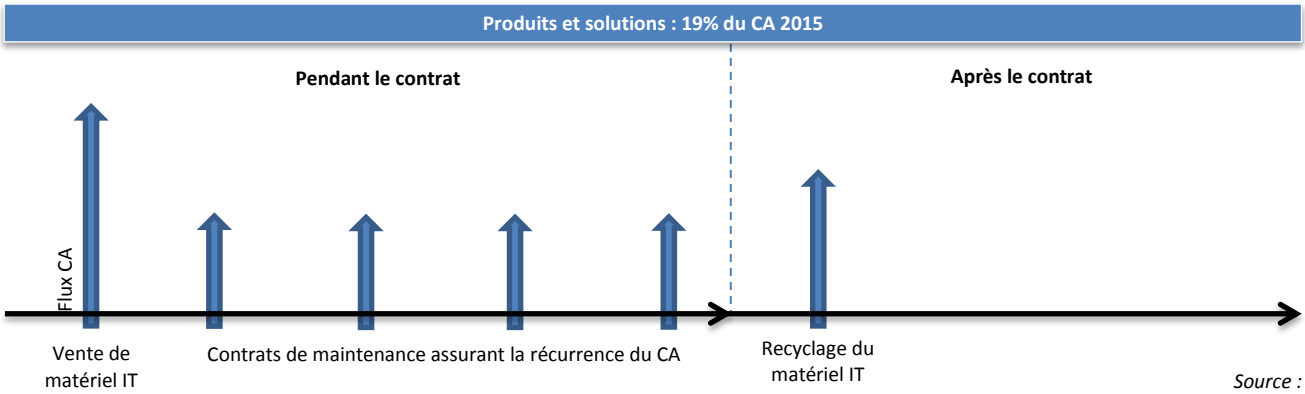
Source : FU

Econocom loue du matériel à ses clients à travers un contrat de location. Ce dernier définit la date et la valeur de reprise du matériel. La valeur résiduelle (de reprise) représente 2% du prix initial du matériel. A la fin du contrat, le client décide soit de poursuivre la location soit de céder le matériel à Econocom. Ce dernier arrive à revendre les produits 2,7x la valeur résiduelle fixée dans le contrat de location.



Source : FU

Le groupe facture la phase de recherche aux clients et se rémunère à la livraison du service et matériel IT. A la fin du contrat, il commercialise les projets digitaux duplicables, revend ou reloue le matériel mis à disposition.



Source : FU

Econocom facture ses clients à la livraison du matériel et assure la récurrence du CA grâce aux contrats de maintenance.

Une fédération de PME indépendantes

Autour de ces 3 activités, viennent graviter les sociétés acquises (jusqu'à plusieurs milliers de salariés) pour leurs compétences complémentaires digitales (sécurité, big data, etc). L'indépendance est le principal argument pour attirer ces petites structures :

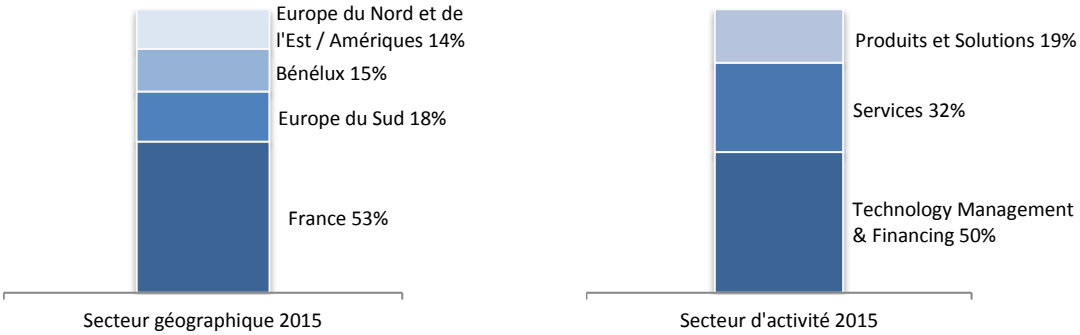
- Les dirigeants cédants sont invités à rejoindre Econocom, une organisation semblable possédant un esprit entrepreneurial et des schémas de décisions rapides.
- Les cédants restent au capital en tant que minoritaires.
- Les dirigeants gèrent leur centre de profit avec un minimum d'exigences vis-à-vis du groupe.

Grâce à cette croissance externe et à la taille critique atteinte par le groupe, Econocom est positionné au niveau international sur les clients grands comptes (36 entreprises du CAC comme clients dont le plus important représente 5% du CA) entraînant une dilution géographique et sectorielle du portefeuille clients. Ainsi, ce dernier est structurellement solide, épargnant Econocom de l'impact de la perte d'un client ou de la baisse d'un secteur d'activité.

Une exposition internationale

Une dilution de l'exposition sectorielle

Répartition du CA par secteur d'activité des clients et par zone géographique



Source : Rapports annuels d'Econocom

Grâce à 1/ la diversité de son mix produit et géographique, 2/ ses activités capables de croître quelque soit le niveau d'investissement de ses clients, 3/ un bon pricing power, Econocom a su transformer les menaces du marché IT en forces au sein de son modèle économique.

Econocom, un modèle d'excellence

Points Forts	Points faibles
• Un des leaders européens de la location de matériel • Une taille critique en Europe • Un business model résilient • Un bon référencement clients • Pricing power • Une dilution du portefeuille écartant un risque opérationnel	• Marché des ESN fortement concurrentiel
Opportunités	**Menaces**
• Amélioration de la MOC de 5% à 7% • Facturation supplémentaire de la phase de recherche sur l'activité Service • Marché des ESN attendu en croissance, porté par les SMACS	• Risque d'une mauvaise intégration des acquisitions

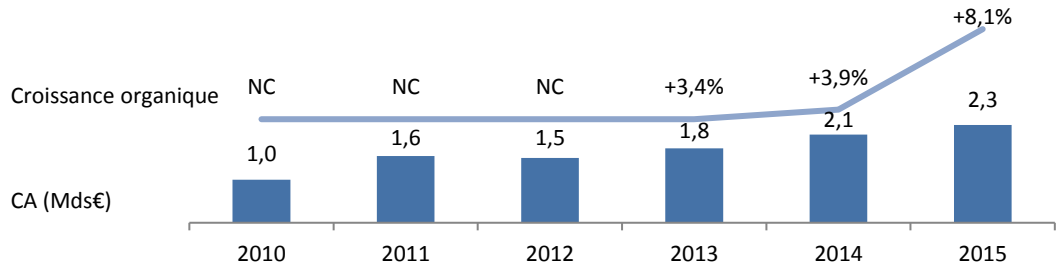
Source : FU

3. Une progression de l'activité et de la rentabilité

TCAM 2010-2015 du CA : +18%

Depuis 5 ans, le CA d'Econocom connaît un rythme moyen de croissance annuel de +17,8% pour atteindre 2,3Mds€ en 2015. Il bénéficie historiquement d'une forte dynamique d'acquisitions (5 par an en moyenne) ainsi que d'une croissance organique entre +3% et +5% de 2010 à 2014. Grâce à l'intégration réussie d'Osiatis sur 12 mois, Econocom affiche une forte croissance organique de +8% en 2015.
Alors que la contribution au CA de l'activité Produits et Services est quasiment stable depuis 2010, celle de l'activité Service (31% en 2015 vs 17,4% en 2010) s'est accentuée au détriment du segment Technology Management & Financing (49,6% en 2015 vs 68,2% en 2010).

Evolution du CA

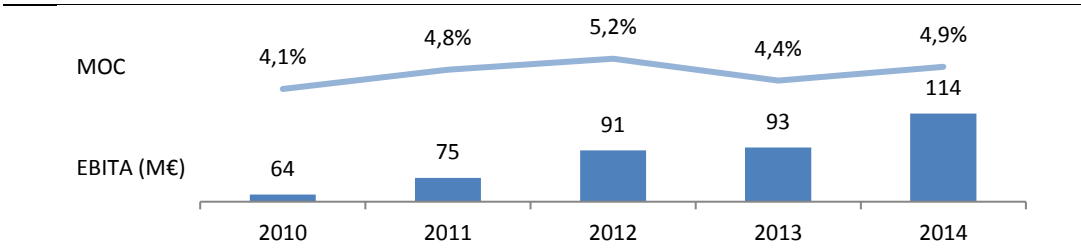


Source : Rapports annuels d'Econocom

TCAM 2010-2015 de l'EBITDA : +15%

Malgré un environnement instable de 2010 à 2015, le groupe est parvenu à améliorer année après année sa rentabilité. L'EBITA progresse en effet depuis 2011 à un rythme annuel moyen de +15% (113M€ en 2015) soit une marge d'EBITDA passant de 4,1% en 2011 à 4,9% en 2015. Cette marge inférieure au secteur (11% en moyenne sur 2015) s'explique par la diversité des activités entraînant une dilution des synergies. Toutefois, l'amélioration de la marge illustre la bonne tenue historique des activités et la capacité du management à optimiser ses principaux postes de dépenses dont 1/ le coût des ventes (66,9% en 2015 vs 74,6% en 2011) et 2 / les charges de personnel avec une déflation moyenne des salaires à -2,5% depuis 2010. Cette dernière traduit la flexibilité du modèle économique et la force du management à s'adapter aux périodes creuses comme en 2012 et 2013.

Evolution de la MOC et de l'EBITA



Source : Rapports annuels d'Econocom

TCAM 2010-2015 du RN: +29%

Le résultat net pdg progresse à un rythme annuel moyen de +29%. Il est porté essentiellement par l'amélioration de l'EBITA entre 2010 et 2015 et une meilleure intégration des acquisitions illustrant une diminution des coûts de réorganisation (0,3% du CA 2015 vs 0,9% en 2011). En 2015, le résultat net pdg atteint un niveau record de 57,8M€ (+85,3%) pour un pay-out normatif de 35%.

Poussé par l'EBITDA et grâce à la maîtrise des CAPEX (en moyenne 0,8% du CA), le FCF croît depuis 2010 à un rythme annuel moyen de +9%. Fin 2015, le groupe affiche une DN de 186M€ (vs 81M€ en 2014) en progression suite à une émission obligataire de 101M€ en 2015. Le gearing est de 66% pour un ratio DN/EBITDA de 1,51x (vs covenant de 3x). Le groupe dispose ainsi d'une capacité d'endettement suffisante pour lui permettre d'éventuelles acquisitions, notamment en Italie afin de renforcer le poids de l'activité Services face au segment Technology Management & Financing (50M€ vs 200M€).

4. La rentabilité comme principal objectif à MT

Objectifs 2017 : 2,7 Mds€ de CA 157M€ de ROC 5% de MOC

En 2017, nous anticipons un CA de 2,7Mds€ (+17% vs 2015) qui intègre une augmentation du volume d'affaire des 3 activités, portée par la poursuite de la digitalisation des clients au moins jusqu'en 2020 (exposition de l'activité Services aux technologies SMACS). Ces anticipations se situent au niveau de la guidance du groupe (CA attendu entre 2,7 et 2,8Mds€).

Après une forte croissance du CA historique, le groupe se focalise dorénavant sur sa rentabilité. En 2017, nous anticipons ainsi une hausse significative du ROC (157M€ ; +38% vs 2015) soit une MOC de 5,8% (+0,7pt). En effet, le groupe s'attend à 1/ une MOC supérieure à 7% à MT pour l'activité Services grâce à la facturation supplémentaire en phase de recherche, 2/ une amélioration du ROC en Technology Management & Financing provenant du cross-selling, 3/ une MOC 2017 supérieure à 3% en Distribution grâce à un positionnement grands comptes plus rentable.

Econocom possède une structure de coûts majoritairement variable (externalisation des stocks, salaires des commerciaux indexés sur le résultat, utilisation de consultants, etc) représentant un levier opérationnel important pour améliorer le ROC. En augmentant le volume d'affaire pour un faible niveau de charges fixes, Econocom atteindra son seuil de rentabilité plus rapidement dans l'année et accroîtra ainsi son ROC. Nos estimations d'un ROC à 157M€ (+38% vs 2015) soit une MOC de 5,8% sont supérieures de +4% aux guidances 2017 (150M€ ; +32% vs 2015). De plus, nous anticipons une maîtrise des charges d'exploitation dont 1/ le coût des ventes (66,5% du CA 2017 vs 66,9% en 2015), 2/ les frais de personnel (20,4% du CA 2017 vs 20,3% en 2015 malgré l'intégration de 500 salariés en 2015) et 3/ les charges externes (6,6% du CA 2017 vs 7,5% en 2015).

Le prochain plan stratégique détaillant les actions d'amélioration de la rentabilité sera annoncé en 2017.

5. Valorisation

Les activités d'Econocom étant hétérogènes, nous avons retenu la méthode de la somme des parties avec un échantillon de 12 acteurs.

Echantillon de comparables

	Pays	Capi. En M	VE/CA			VE/EBITDA			VE/EBIT			PE		
			2016e	2017e	2018e	2016e	2017e	2018e	2016e	2017e	2018e	2016e	2017e	2018e
Services	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Cap Gemini	France	12 981	1,2x	1,1x	1,0x	9,1x	8,1x	7,2x	11,0x	9,6x	8,5x	14,8x	13,4x	12,3x
Atos Se	France	7 641	0,7x	0,6x	0,6x	5,9x	5,1x	4,5x	7,8x	6,8x	6,0x	10,7x	9,9x	9,6x
Sopra Steria Group	France	1 800	0,7x	0,7x	0,6x	7,9x	6,8x	5,9x	9,6x	8,1x	6,9x	10,8x	9,3x	8,4x
Groupe Cgi Inc	Canada	15 119	1,6x	1,5x	1,3x	8,5x	7,8x	7,0x	10,8x	9,7x	8,6x	16,0x	14,9x	14,1x
Gfi Informatique	France	547	0,6x	0,6x	-	8,1x	7,2x	-	10,1x	8,9x	-	17,0x	15,2x	13,3x
Devoteam Sa	France	338	0,5x	0,5x	0,4x	6,4x	5,3x	4,5x	6,9x	5,7x	4,8x	17,9x	15,3x	13,7x
Produits et Solutions	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Computacenter	United Kingdom	882	0,2x	0,2x	0,2x	6,0x	5,5x	4,8x	8,5x	7,6x	6,8x	13,5x	12,9x	12,3x
Realdolmen	Belgium	109	-	-	-	-	-	-	-	-	-	10,1x	-	-
Technology Management & Financin	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
International Business Machs	United States	148 276	2,6x	2,6x	2,5x	10,9x	10,1x	9,3x	13,5x	12,7x	11,5x	11,5x	11,0x	10,2x
Hp Inc	United States	22 375	0,6x	0,6x	0,6x	7,3x	6,9x	6,6x	7,9x	7,5x	7,4x	8,1x	8,1x	7,7x
Dell Inc	United States	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Grenke Ag	Germany	2 291	-	-	-	-	-	-	39,1x	44,0x	47,7x	23,7x	19,8x	17,3x
Moyenne			**1,0x**	**0,9x**	**0,9x**	**7,8x**	**7,0x**	**6,2x**	**12,5x**	**12,1x**	**12,0x**	**14,0x**	**13,0x**	**11,9x**
Médiane			**0,7x**	**0,6x**	**0,6x**	**7,9x**	**6,9x**	**6,2x**	**9,9x**	**8,5x**	**7,4x**	**13,5x**	**13,1x**	**12,3x**

Source : FactSet

SOP : 12,2€ (+6%)

Sur la base de ces ratios, la valorisation d'Econocom est de 12,2€ (+6,3%).

Dans le cadre de notre approche par DCF, les flux 2015-2017^{e} sont ceux de nos hypothèses décrites précédemment. Nous avons retenu un ralentissement progressif de la croissance du CA pour atteindre une croissance normative LT de +1,5%. En termes d'EBITDA, nous intégrons une hypothèse de MOC normative de 6,7%. Notre taux d'actualisation se situe à 8,1% intégrant un coût des fonds propres de 8,8% et un coût de la dette nette d'impôt de 3,3%.

Hypothèses de DCF

en M€	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
CA (M€)	**2316,1**	**2523,2**	**2716,0**	**2927,0**	**3108,0**	**3287,0**
var %		*+8,9%*	*+7,6%*	*+7,8%*	*+6,2%*	*+5,8%*
EBITA (M€)	113,5	139,1	157,2	179,6	200,1	220,1
EBITDA / CA	4,9%	*5,5%*	*5,8%*	*6,1%*	*6,4%*	*6,7%*
Amortissements (M€)	-11,9	-10,1	-10,9	-11,7	-12,4	-13,1
Amortissements / CA	-0,5%	*-0,4%*	*-0,4%*	*-0,4%*	*-0,4%*	*-0,4%*
BFR (M€)	-135,7	-164,0	-187,4	-204,9	-192,2	-181,3
BFR / CA	-5,9%	*-6,5%*	*-6,9%*	*-7,0%*	*-6,2%*	*-5,5%*
Taux d'impôt	33%	33%	33%	33%	33%	33%
EBITA		**139,1**	**157,2**	**179,6**	**200,1**	**220,1**
Impôt		-46,3	-52,3	-59,8	-66,6	-73,3
Amortissements		10,1	10,9	11,7	12,4	13,1
Capex		-20,2	-21,7	-23,4	-24,9	-26,3
Variation de BFR		-28,4	-23,4	-17,5	-12,7	-10,9
FCF opérationnel net IS		**54,3**	**70,6**	**90,6**	**108,3**	**122,8**
var %			*+29,9%*	*+28,4%*	*+19,6%*	*+13,3%*
FCF actualisés		**52,6**	**63,2**	**75,0**	**82,9**	**86,9**

Source : FU

DCF : 13,2€ (+15%)

Après retraitement de la DN à fin 2015, de la valeur des minoritaires, de l'affacturage et des provisions, notre approche par DCF valorise Econocom à 13,2€ par action (+14,9%).

Détails du WACC

	Valeur (M€)
FCF opérationnel 2015-2022e	530,4
+ Valeur terminale (croissance de LT de +1,5%)	1 356,2
Valeur d'entreprise (M€)	**1 886,6**
- DN 2015	-186,5
- Intérêts minoritaires	-52,0
- Provisions après IS théorique	-49,8
- Affacturage	-151,9
Valeur des fonds propres (M€)	**1 446,4**
Nombre d'actions dilué	109,5
Valeur théorique de l'action (€)	**13,2**

Source : FU

Tableau de sensibilité

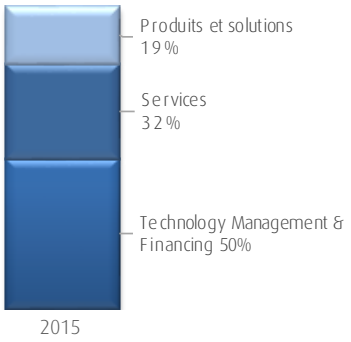
		WACC				
		7,1%	**7,6%**	**8,1%**	**8,6%**	**9,1%**
Croissance LT	**0,5%**	14,0	12,7	11,5	10,4	9,5
	1,0%	15,2	13,6	12,3	11,1	10,1
	1,5%	16,5	14,7	**13,2**	11,9	10,8
	2,0%	18,1	16,0	14,3	12,8	11,5
	2,5%	20,0	17,5	15,5	13,8	12,4

Source : FU

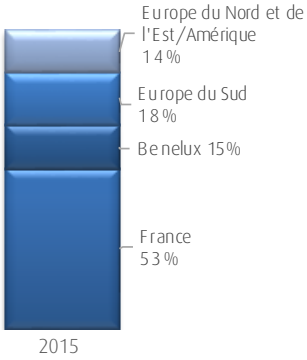
Valorisation moyenne : 12,6€ (+10%)

Au final, notre objectif basé sur la moyenne des méthodes de la valorisation de la somme des parties (12,2€) et du DCF (13,2€) ressort à 12,6€ (+9,8%). Positionné sur un marché des SMACS favorisant la croissance du CA et possédant suffisamment de levier pour faire progresser son ROC, le groupe est capable d'atteindre une croissance organique >+5,5% par an tout en améliorant annuellement de +9% son ROC.

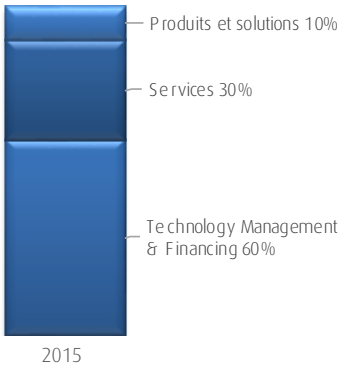
Répartition du CA par activité



Répartition du CA par région



Répartition de l'EBITA par activité



Sources :Econocom ,FU

Compte de Résultat (M€)	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Chiffre d'Affaires	2 092,6	2 316,1	2 523,2	2 716,2	2 927,0
EBITDA	102,6	125,4	149,2	168,1	191,3
EBITA ajusté	92,9	113,5	139,1	157,2	179,6
Résultat Financier	-11,9	-18,7	-18,8	-17,5	-18,9
RN	28,2	57,7	72,7	84,9	98,3
RN part du groupe	31,2	57,8	76,0	88,6	102,2

Bilan (M€)	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Total actif immobilisé	569,4	690,7	786,9	786,9	786,9
dont GW	384,8	483,5	531,7	531,7	531,7
BFR	-95,5	-135,7	-164,0	-187,4	-204,9
Fonds Propres totaux	281,3	280,5	336,9	398,8	470,0
Endettement Financier ne	105,9	186,5	218,0	124,3	23,4

Financement (M€)	2014	2015	2016e	2017e	2018e
CAF	71,9	87,9	103,3	116,2	132,1
CAPEX	-17,0	-20,1	-20,2	-21,7	-23,4
CAF / CAPEX	4,2	4,4	5,1	5,3	5,6
Variation de BFR	-41,1	-11,9	-28,4	-23,4	-17,5
Pay-Out	42,1%	34,1%	35,0%	35,0%	35,0%
FCF opérationnel	13,8	55,9	54,7	71,1	91,2

Ratios de structure	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Gearing	38%	66%	65%	31%	5%
DN/EBITDA	1,0x	1,5x	1,5x	0,7x	0,1x
GW/FP	136,8%	172,4%	157,9%	133,3%	113,1%
Marge opérationnelle	4,4%	4,9%	5,5%	5,8%	6,1%
Marge nette	1,5%	2,5%	3,0%	3,3%	3,5%
ROE	11,1%	20,6%	22,6%	22,2%	21,7%
ROCE	19,6%	20,4%	22,3%	26,2%	30,9%

Données par action (€)	2014	2015	2016e	2017e	2018e
BPA corrigé *	0,42	0,58	0,74	0,83	0,95
Dividende net	0,12	0,18	0,24	0,28	0,32
CAF / action	0,55	0,80	0,91	1,02	1,15
Actif net par action	2,5	2,6	3,2	3,7	4,4

Ratios boursiers	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Cours moyen ou dernier	7,1 €	7,8 €	11,5 €	11,5 €	11,5 €
PER	17,1x	13,4x	15,4x	13,8x	12,1x
P / CAF	12,9x	9,7x	12,6x	11,2x	9,9x
Rdt du FCF opérationne	1,4%	4,9%	3,5%	4,8%	6,6%
P / AN	2,8x	2,9x	3,6x	3,1x	2,6x
VE / CA	0,5x	0,5x	0,6x	0,5x	0,5x
VE/ EBITDA	9,7x	9,1x	10,5x	8,8x	7,2x
VE/ EBITA	10,8x	10,0x	11,3x	9,4x	7,7x

* BPA corrigé des éléments exceptionnels et du nombre d'actions diluées

** FCF opérationnel après BFR rapporté à la VE

Source :FU

Détection des conflits d'intérêts

Société	Opérations financières	Intérêt personnel de l'analyste	Communication préalable à l'émetteur	Contrat de liquidité et/ou d'animation
Aubay	non	non	oui	non / non
Econocom	non	non	oui	non / non

FINANCIÈRE D'UZÈS

10, rue d'Uzès 75002 **PARIS** – Tél. 01 45 08 96 40 – Fax. 01 45 08 89 12
9, rue Grenette 69289 **LYON-CEDEX 02** - Tél. 04 78 42 51 18 – Fax. 04 78 38 17 83
37, rue d'Antibes 06400 **CANNES** - Tél. 04 97 06 66 40 - Fax. 04 93 68 83 80
4, place Jean Jaurès 42000 **SAINT-ETIENNE** – Tél. 04 77 38 70 04 – Fax. 04 77 38 70 12
Parc des Glaisins - 5 avenue du Pré-Félin 74940 **ANNECY-LE-VIEUX** – Tél. 04 50 66 50 50 – Fax. 04 50 66 55 55
11, rue Jean Roisin – 59800 **LILLE** – Tél. 03 28 04 05 15

www.finuzes.fr