

Econocom

**un acteur majeur
du marché des ESN**

Juillet 2016

Sommaire

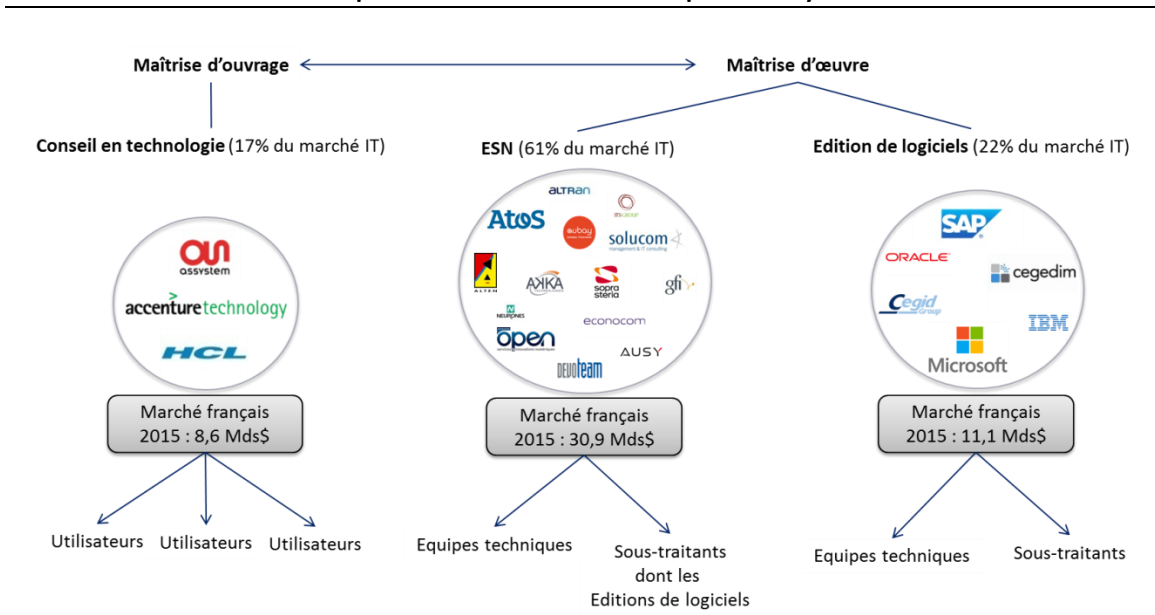
Les ESN, un marché porté par l'innovation	p.4
1. Un marché informatique dominé par les Entreprises de Services du Numérique	p.4
2. Un marché mondial très fragmenté en phase de consolidation	p.5
3. Un business model basé sur l'équilibre entre le coût des salariés et leur refacturation	p.7
4. Les ESN surperforment 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
Econocom, l'Europcar du numérique pour les entreprises	p.14
1. Il faut savoir donner un œuf pour recevoir un bœuf	p.15
2. Un modèle économique diversifié et résilient	p.15
3. Une progression de l'activité et de la rentabilité	p.18
4. La rentabilité comme principal objectif à MT	p.19
5. Valorisation	p.19

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 :

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

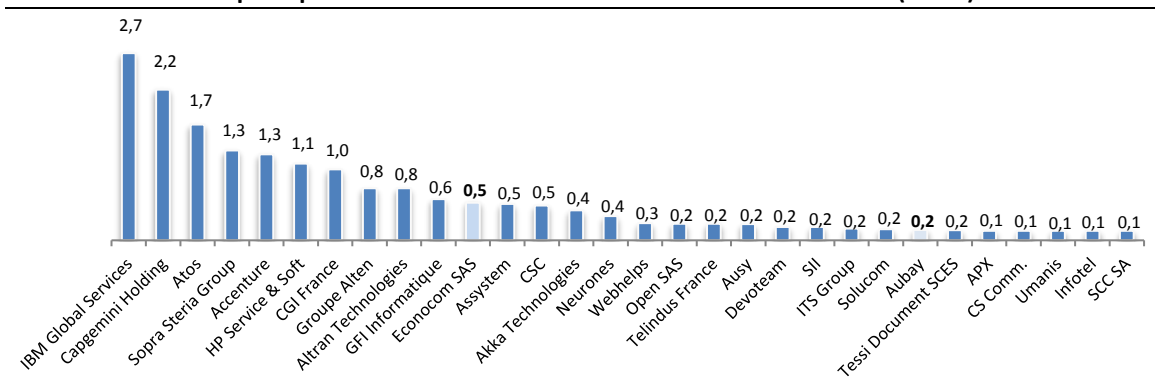
- Le conseil en fournissant des consultants informatiques au sein des entreprises clientes.
- L'ingénierie en développant des solutions informatiques sur-mesure.
- L'infogérance en gérant les systèmes d'informations d'une entreprise cliente.

- Les 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

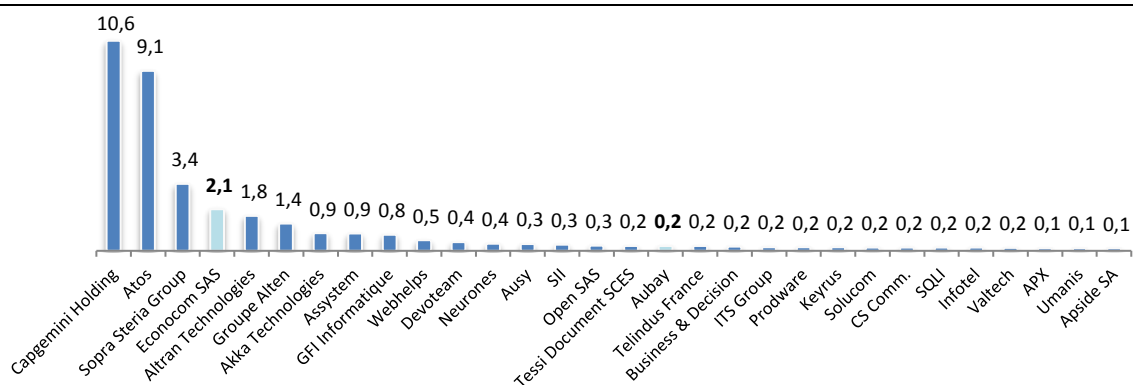
Parmi les ESN de 1^{er} rang mondial, Econocom apparaît comme la 6^{ème} plus importante en termes de CA et Aubay en 24^{ème} position mondiale.

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 4^{ème} position des ESN françaises

Aubay en 17^{ème} position des ESN françaises



Source : ipresse

Au niveau des ESN françaises, Econocom ressort à la 4^{ème} place et Aubay à la 17^{ème} 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 Salesforce à 11x le CA, les valorisations sont plus élevées aux Etats-Unis qu'en Europe.

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	Cappgemini	Euriware	NC	NC	NC
2014	Atos	Xerox ITO	840	0,56x	NC
2015	Cappgemini	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

La concentration du secteur permet d'atteindre une taille critique

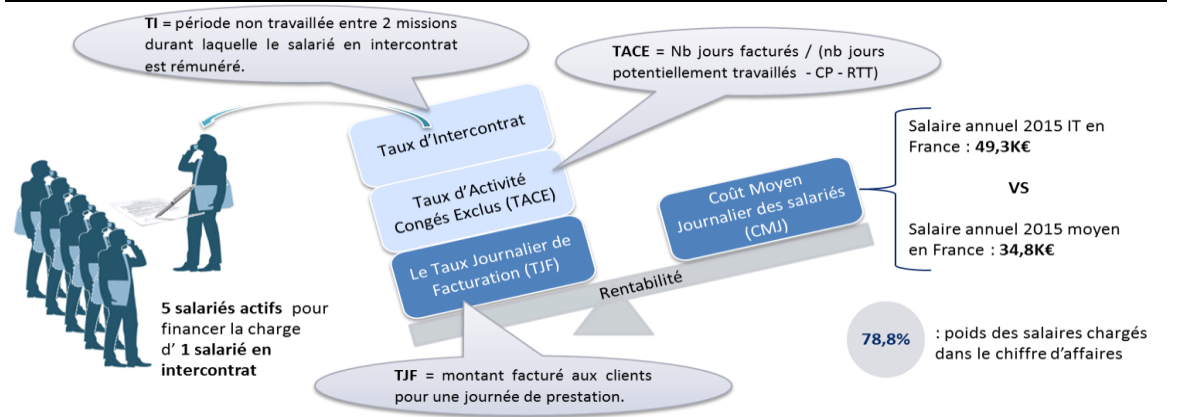
Source : Sociétés

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

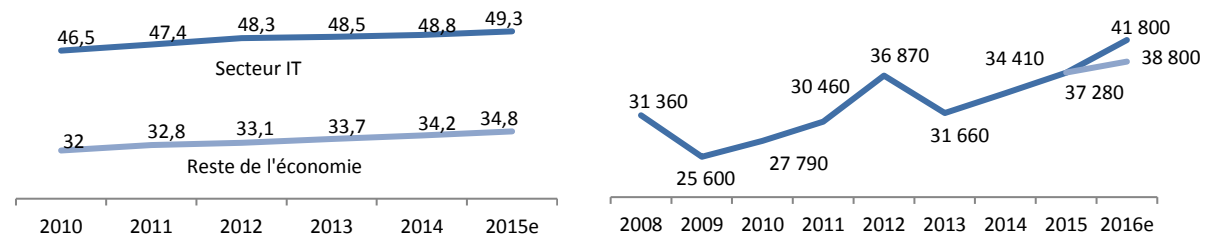
Les ESN atteignent la rentabilité dès que le Taux Journalier de Facturation dépasse le Coût Moyen Journalier des salariés. Elles augmentent le Taux Journalier de Facturation en optimisant 2 ratios :

- 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

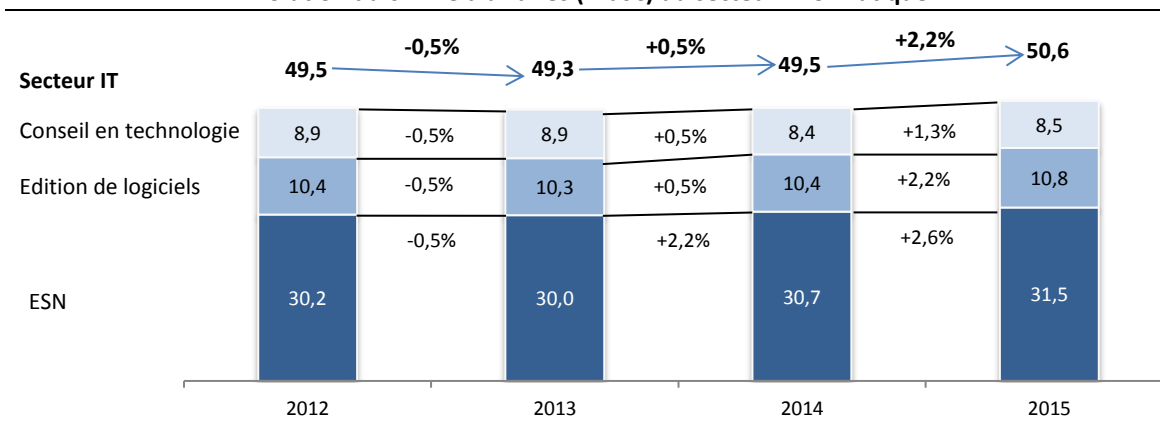
Ce niveau élevé de rémunération s'explique par une demande forte en main d'œuvre depuis 2009 et par une surreprésentation des cadres dans ce secteur (69,3% de cadres en 2013 vs 16,3% pour le reste de l'économie). En 2016, avec une prévision de 38.800 à 41.800 embauches de cadres, le secteur est le premier 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



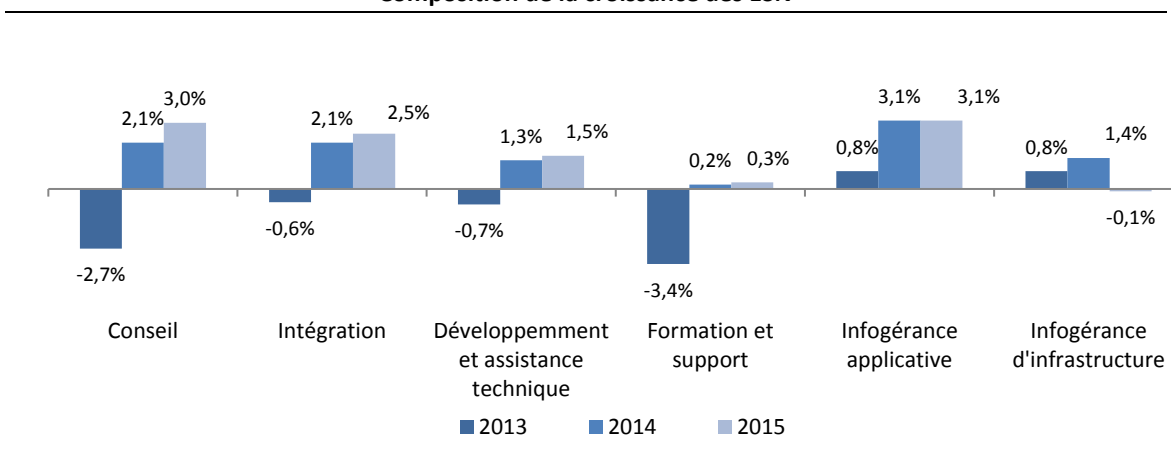
Source : Syntec Numérique

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.
- 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.

+2,6% de progression des ESN en 2015

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

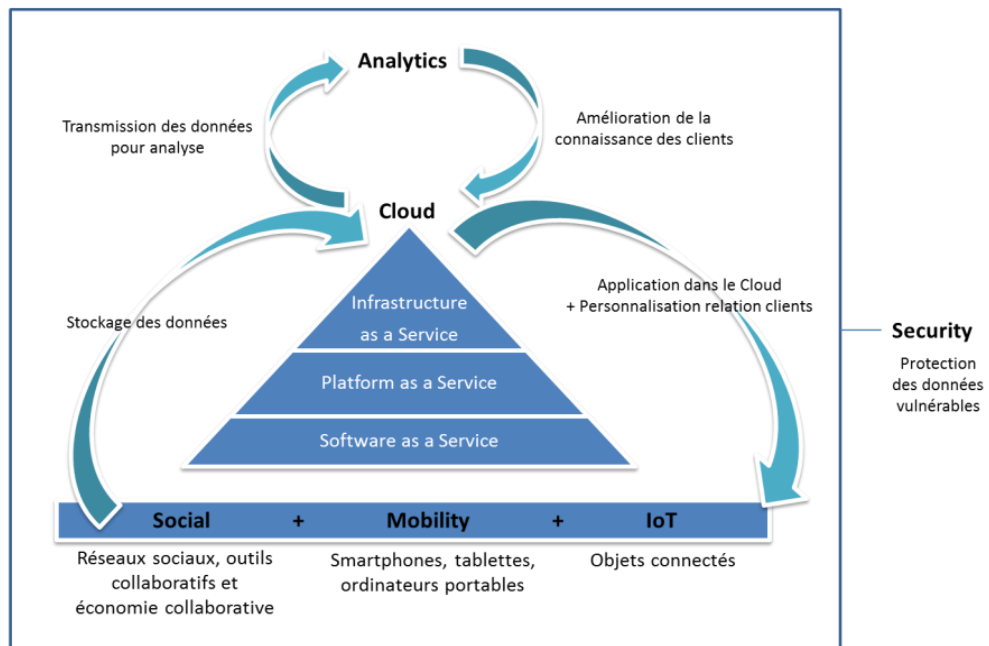
Les consommateurs côtoient quotidiennement la digitalisation à travers la personnalisation de l'expérience client sur les sites d'e-commerce. En effet, les réseaux sociaux, les smartphones et les objets connectés permettent de générer des données sur nos habitudes, nos envies, nos modes de consommation. 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.

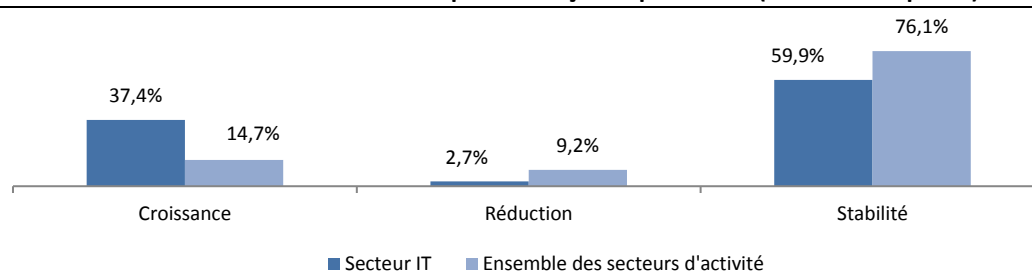
6. Les ESN portées en 2016 par l'innovation

+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

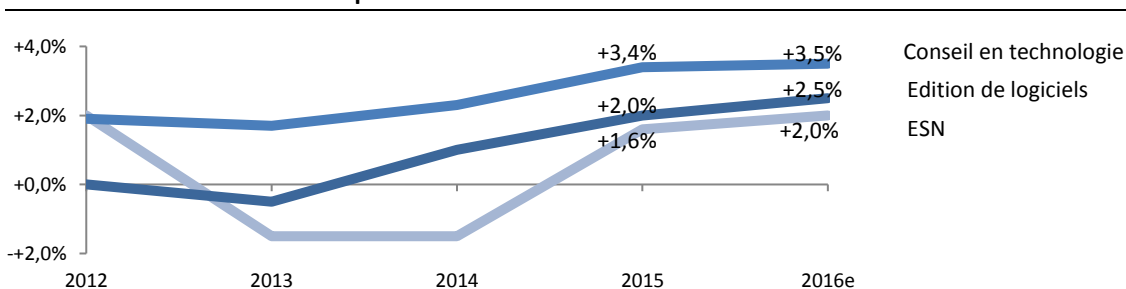
En 2016, Syntec Numérique anticipe un marché français de l'IT en croissance de +2,6% (52,1Mds€). L'ensemble des segments devraient observer une accélération de la croissance :

- **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%.

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

Les activités françaises de conseil en technologie et ESN devraient être soutenues par la digitalisation jusqu'en 2020. Cette tendance s'appuie 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



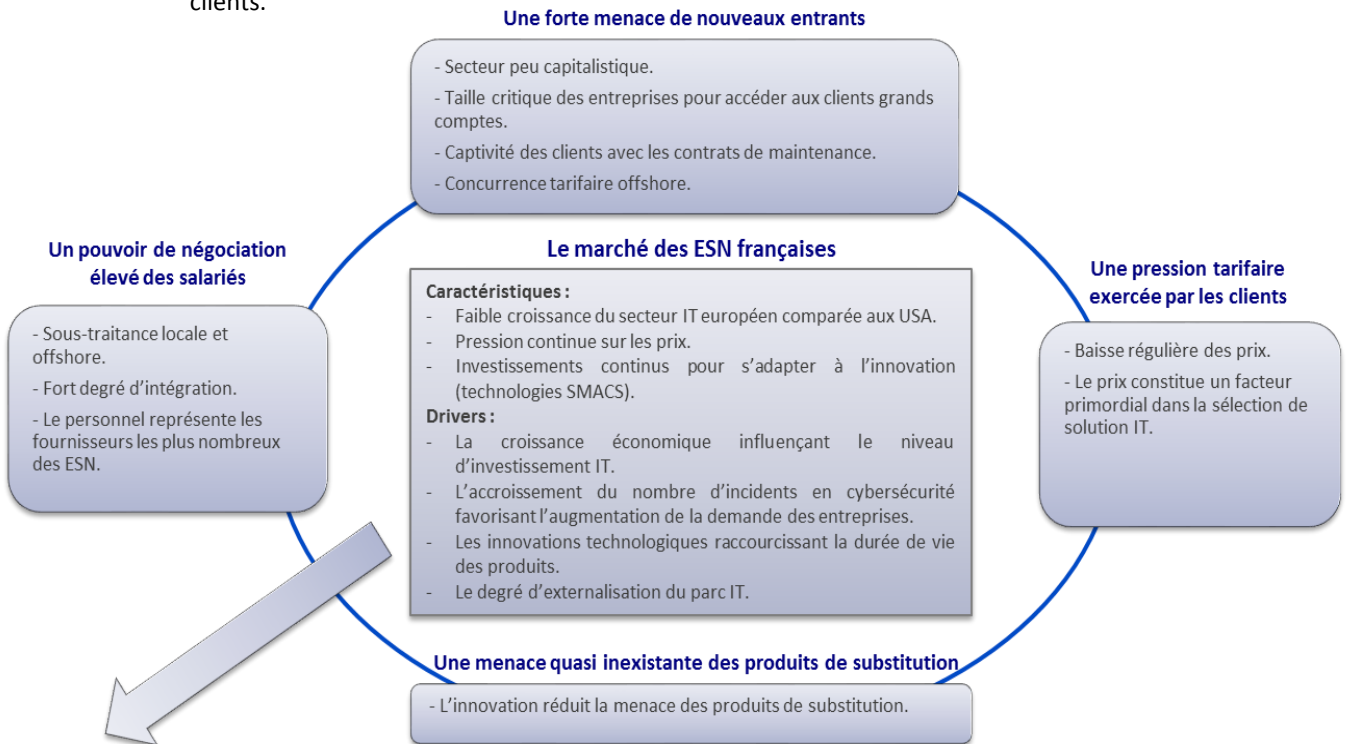
Source : Syntec Numérique

+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 offshore 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.

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%

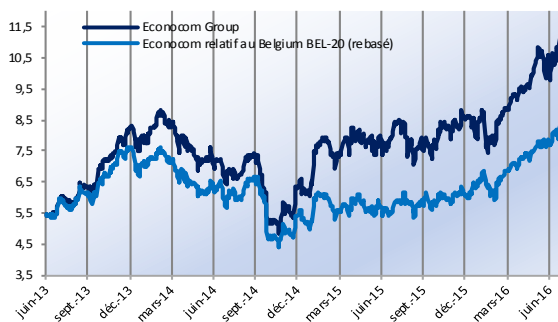
Source : FUI

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 CAC	+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 à 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.

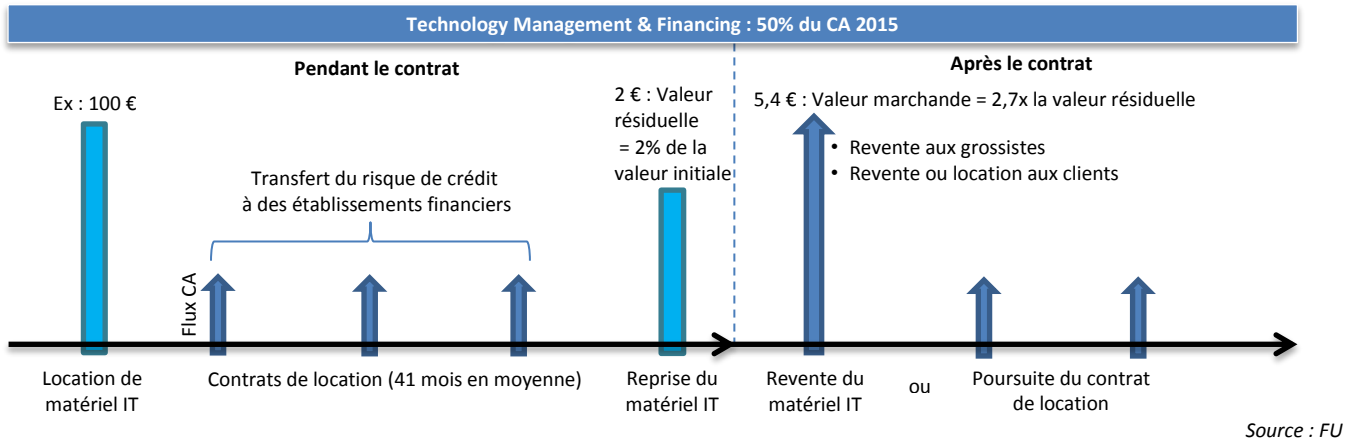
Activités d'Econocom

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 Entreprises 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%
Clients	Benelux / Europe du N.et de l'E., Amériques 15 % / 14%		
Concurrents	Computacenter, SCC et Real dolmen	Capgemini, Atos Sopra Steria, CGI, GFI, Devoteam	IBM, HP, Dell, sociétés de leasing (BNP Paribas Rental Solutions, etc), CHG ou Grenke Leasing
Forces	<ul style="list-style-type: none"> • 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 	<ul style="list-style-type: none"> • Un positionnement sur des clients grands comptes assurant une récurrence des projets • Une bonne capacité d'intégration des acquisitions • Un pricing power lié à sa capacité d'innovation 	<ul style="list-style-type: none"> • 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

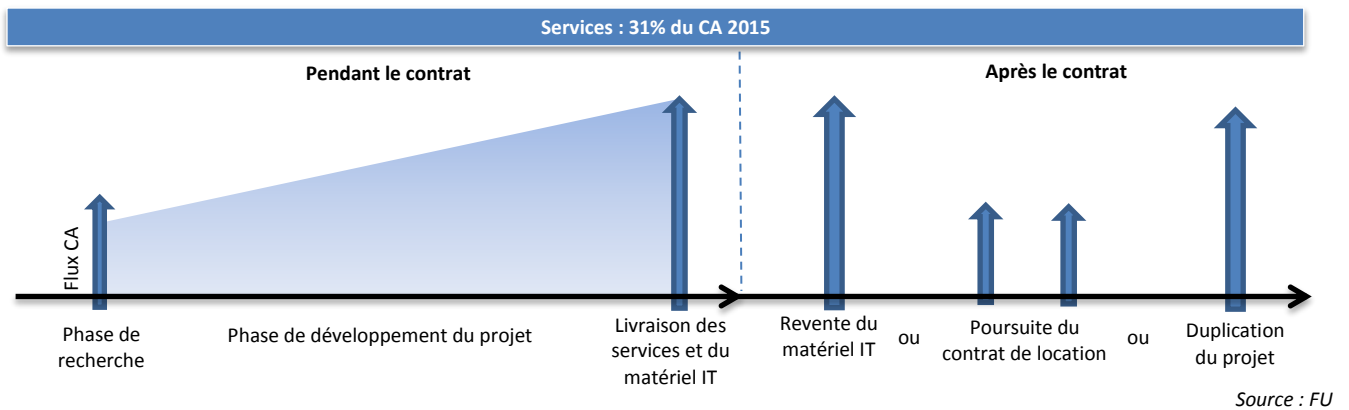
Source : FU

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.

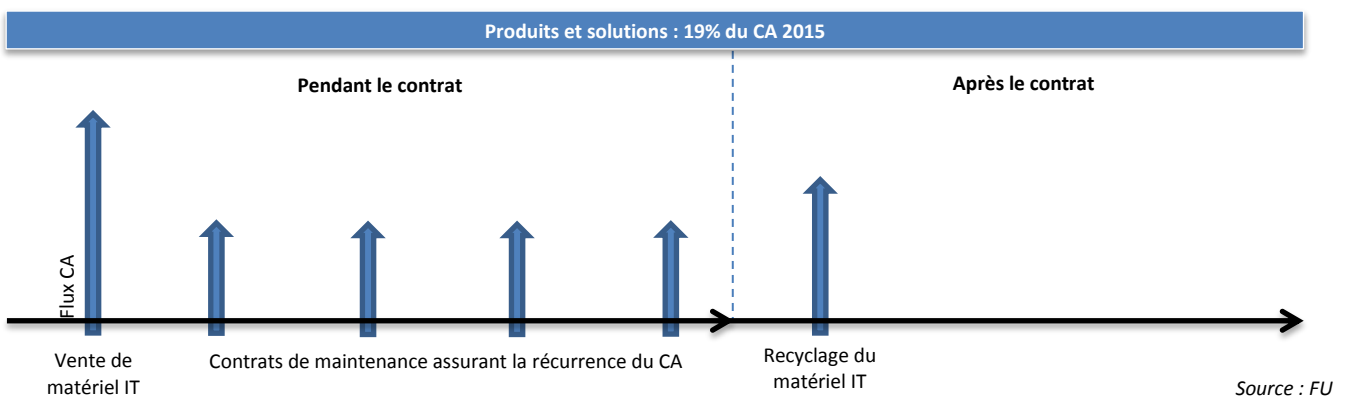
Business model d'Econocom



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.



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.



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 :

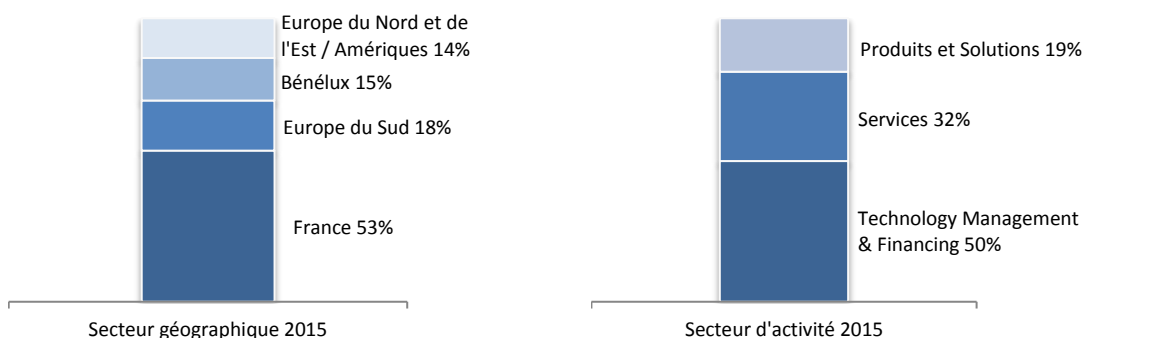
- Les dirigeants cédants sont invités à rejoindre Econocom, une organisation semblable possédant un esprit entrepreneurial et des schémas de décisions rapides.
- Les cédants restent au capital en tant que minoritaires.
- Les dirigeants gèrent leur centre de profit avec un minimum d'exigences vis-à-vis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

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

Une exposition internationale

Une dilution de l'exposition sectorielle



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
<ul style="list-style-type: none"> • 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 	<ul style="list-style-type: none"> • Marché des ESN fortement concurrentiel
Opportunités	Menaces
<ul style="list-style-type: none"> • 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 	<ul style="list-style-type: none"> • Risque d'une mauvaise intégration des acquisitions

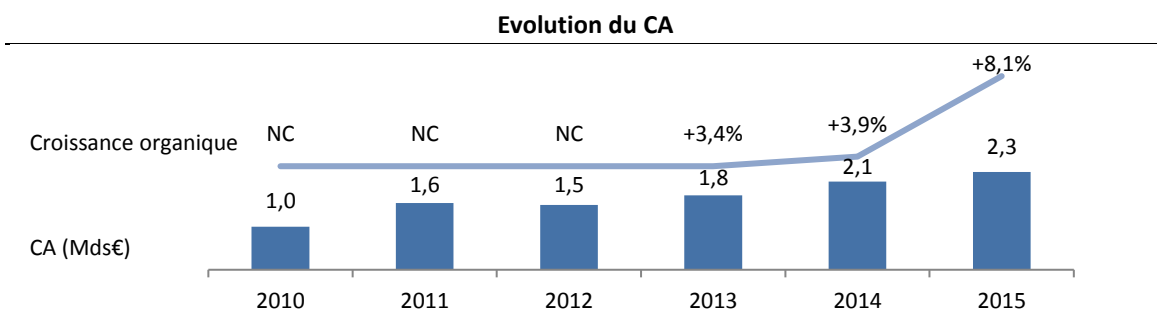
Source : FU

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.

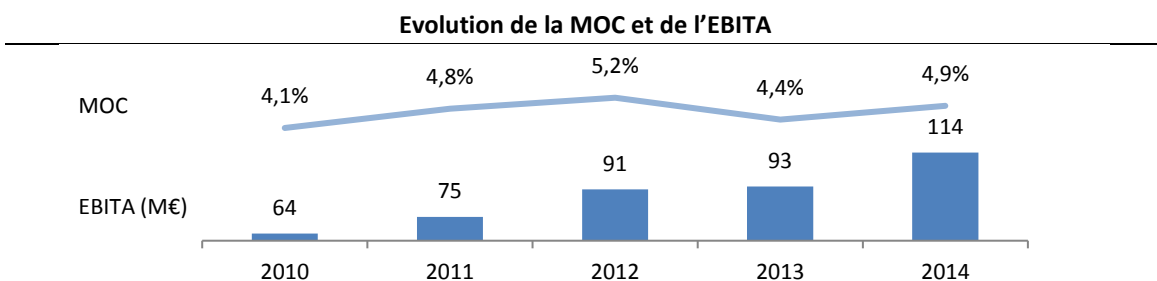
Alors que la contribution au CA de l'activité Produits et Services est quasiment stable depuis 2010, celle de l'activité Service (31% en 2015 vs 17,4% en 2010) s'est accentuée au détriment du segment Technology Management & Financing (49,6% en 2015 vs 68,2% en 2010).



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.



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
<u>Services</u>														
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
<u>Produits et Solutions</u>														
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	-	-
<u>Technology Management & Financing</u>														
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

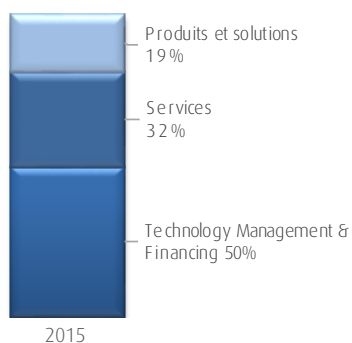
		WACC				
		7,1%	7,6%	8,1%	8,6%	9,1%
Croissance LT	0,5%	14,0	12,7	11,5	10,4	9,5
	1,0%	15,2	13,6	12,3	11,1	10,1
	1,5%	16,5	14,7	13,2	11,9	10,8
	2,0%	18,1	16,0	14,3	12,8	11,5
	2,5%	20,0	17,5	15,5	13,8	12,4

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.

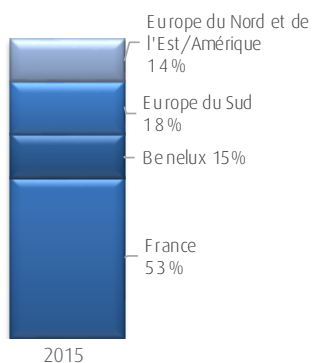
Répartition du CA par activité



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 net	105,9	186,5	218,0	124,3	23,4

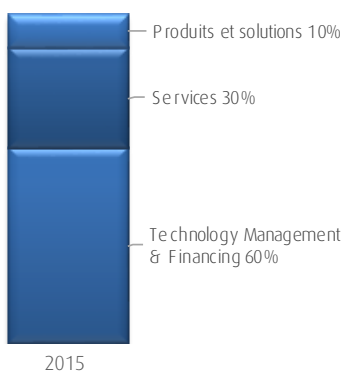
Répartition du CA par région



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%

Répartition de l'EBITA par activité



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 opérationnelle	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

Sources : Econocom, FU

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

Source : FU

** FCF opérationnel après BFR rapporté à la VE

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
Econocom	non	non	oui	non / non



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