

INDEPENDENT RESEARCH

12 octobre 2016

TMT

Bloomberg	EN FP
Reuters	BOUY.PA
+Haut /+Bas 12 mois (EUR)	37,3 / 25,0
Capitalisation Boursière (MEUR)	10 246
Valeur d'Entreprise	12 491
Volume moyen 6 mois (000 actions)	872,8
Flottant	37,8%
TMVA BPA (3 ans)	27,1%
Gearing (12/15)	81%
Rendement (12/16e)	5,42%

Fin Décembre	12/15	12/16e	12/17e	12/18e
C. d'affaires (MEUR)	32 428	31 906	32 822	34 018
EBITA EURm)	668,0	748,0	1 145	1 387
Op.Margin (%)	2,1	2,3	3,5	4,1
BPA dilué (EUR)	1,18	1,04	1,93	2,42
EV/CA	0,39x	0,39x	0,38x	0,37x
EV/EBITDA	5,2x	4,7x	4,3x	4,0x
EV/EBIT	18,7x	16,7x	11,0x	9,0x
P/E	25,0x	28,3x	15,3x	12,2x
ROCE	3,1	2,9	5,3	6,5



Bouygues

N'oubliez pas la construction!

Fair Value 35EUR (cours 29,52EUR)

BUY,

Initiation de couverture

Nous initions la couverture de Bouygues à l'achat, avec une fair value de 35€. Nous pensons que le cours actuel capture les perspectives rassurantes de Bouygues Telecom mais sous-estime les bonnes tendances liées aux activités de construction. Porté par ces deux activités, Bouygues devrait renouer avec une génération de FCF de l'ordre de 900M€ à horizon 2019. Sans prendre en compte une éventuelle consolidation du marché des télécoms en France.

■ Dans la construction, le groupe Bouygues devrait bénéficier de la combinaison de plusieurs facteurs favorables : l'amélioration graduelle des travaux routiers en France, dont le cycle semble avoir atteint un point bas (marché en retrait de -1% YTD, mois d'août en hausse de 15%), combiné à l'effet positif du FAST aux Etats-Unis ; la montée en puissance du Grand Paris pour la Construction (EUR30md de travaux d'ici 2030) et la poursuite des très bonnes tendances de la promotion immobilière (réservations S1 2016 Bouygues à +22% en France), dont le groupe est co-leader en France. Quasiment toutes les branches devraient publier des marges opérationnelles en progression à partir de 2016.

■ Dans les télécoms, nous pensons que Bouygues Telecom peut dépasser à horizon 2017 son objectif de marge d'EBITDA de 25%, porté par un contexte favorable et une forte croissance commerciale, permettant une génération de FCF de l'ordre de 300M€ à horizon 2019. Nous pensons néanmoins que, contraint par une enveloppe de CAPEX nets limitée à 800M€ annuels, Bouygues Telecom conservera un déficit structurel durable sur le marché fibre, et donc une rentabilité sous pression, limitant la marge d'EBITDA sous les 30% à horizon 2020.

■ Nous pensons par ailleurs que le cours n'intègre plus aujourd'hui de réelle opportunité de consolidation dans les télécoms en France, bien que celle-ci reste toujours possible à moyen terme.



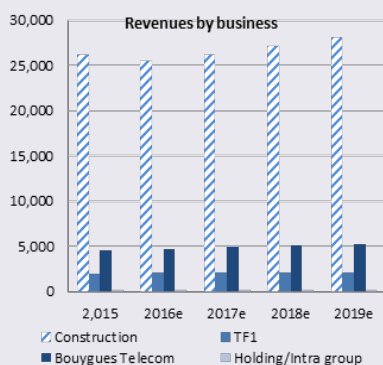
Analyst:
Thomas Coudry
 33(0) 1 70 36 57 04
tcoudry@bryangarnier.com



Eric Lemarié
 33(0) 1 70 36 57 17
elemarie@bryangarnier.com

Other TMT analysts : Richard-Maxime Beaudoux, Gregory Ramirez, Dorian Terral

Bouygues



Simplified Profit & Loss Account (EURm)	2014	2015	2016e	2017e	2018e	2019e
Revenues	33 138	32 428	31 906	32 822	34 018	35 058
Change (%)	-%	-2,1%	-1,6%	2,9%	3,6%	3,1%
Adjusted EBITDA	2 418	2 411	2 637	2 888	3 136	3 355
EBIT	1 133	668	748	1 145	1 387	1 550
Change (%)	-%	-41,0%	12,0%	53,0%	21,2%	11,7%
Financial results	-301	-269	-246	-226	-230	-230
Pre-Tax profits	1 252	598	592	1 057	1 310	1 477
Tax	-188	-118	-191	-315	-397	-453
Minority interests	257	77,0	40,6	77,0	77,0	77,0
Net profit	1 064	480	401	742	913	1 024
Restated net profit	1 064	480	401	742	913	401
Change (%)	-%	-54,9%	-16,5%	85,2%	23,1%	-56,1%

Cash Flow Statement (EURm)

Operating cash flows	2 266	2 270	2 576	2 885	3 139	3 024
Change in working capital	8,0	203	145	9,6	-3,2	-297
Capex, net	-1 362	-1 890	-1 678	-1 656	-1 716	-1 737
Dividends	-198	-737	-639	-642	-642	-642
Net debt	3 216	2 561	2 563	2 633	2 595	2 634
Free Cash flow	405	-13,0	459	688	796	603

Balance Sheet (EURm)

Tangible fixed assets	11 470	10 818	10 064	10 127	10 241	10 365
Intangibles assets	7 034	7 392	7 392	7 392	7 392	7 392
Cash & equivalents	4 144	3 785	4 181	4 111	4 149	4 110
current assets	16 364	15 590	16 570	16 917	17 520	18 238
Other assets	12 220	11 840	12 389	12 806	13 371	14 128
Total assets	34 868	33 835	34 027	34 436	35 153	35 995
L & ST Debt	8 308	7 562	7 755	7 755	7 755	7 755
Others liabilities	17 105	16 980	17 430	17 740	18 187	18 646
Shareholders' funds	9 455	9 293	8 842	8 941	9 212	9 594
Total Liabilities	34 868	33 835	34 027	34 436	35 153	35 995
Capital employed	13 619	13 035	12 416	12 585	12 818	13 239

Ratios

Operating margin	3,42	2,06	2,34	3,49	4,08	2,34
Tax rate	-15,02	-19,73	-32,34	-29,82	-30,30	-30,64
Net margin	3,21	1,48	1,26	2,26	2,68	1,26
ROE (after tax)	10,28	5,12	4,77	8,78	10,76	11,74
ROCE (after tax)	5,93	3,09	2,90	5,28	6,52	7,16
Gearing	87,87	81,37	87,71	86,74	84,19	80,84
Pay out ratio	NM	NM	NM	NM	NM	NM
Number of shares, diluted	337 657	341 525	345 500	345 282	345 282	345 282

Data per Share (EUR)

EPS	2,39	1,18	1,04	1,93	2,42	2,74
Restated EPS	2,39	1,18	1,04	1,93	2,42	1,04
% change	-%	-50,6%	-11,7%	84,8%	25,8%	-57,0%
BVPS	23,26	23,03	21,86	21,93	22,49	23,38
Operating cash flows	6,71	6,65	7,46	8,36	9,09	7,46
FCF	1,20	-0,04	1,33	1,99	2,31	1,75
Net dividend	1,60	1,60	1,60	1,60	1,60	1,60

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Activités

Fort de plus de 120.000 employés, Bouygues est l'un des principaux groupes de construction français, présent dans plus de 100 pays, au travers Bouygues Construction, Bouygues Immobilier et Colas. Il est également présent dans les télécoms (Bouygues telecom) et les médias (TF1) et détient 29% du capital d'Alstom. L'actionariat salariés est particulièrement élevé avec 28.6% des droits de vote au 31/12/15, au côté du holding familial de Martin et Olivier Bouygues (27.9%).

Sommaire

1. Investment Case.....	4
2. Synthèse du cas d'investissement	5
3. Valorisation.....	6
3.1. Performance de l'action.....	6
3.2. Synthèse.....	7
3.3. Valorisation des activités de construction.....	9
3.3.1. Introduction.....	9
3.3.2. Valorisation Bouygues Construction	10
3.3.3. Valorisation Colas.....	12
3.3.4. Valorisation Bouygues Immobilier.....	13
3.4. Valorisation Bouygues Telecom	14
4. Le groupe Bouygues: présentation.....	16
4.1. Activités et stratégie	16
4.2. Actionnariat et gouvernance.....	17
5. Activités de construction : ~90% du résultat opérationnel courant.....	19
5.1. Proche mais différent de Vinci et d'Eiffage.....	19
5.2. Perspectives positives dans tous les métiers	21
5.2.1. Amélioration régulière de la marge opérationnelle.....	21
5.2.2. Un profil de risque maîtrisé	23
5.3. Vers une amélioration du cycle de la construction en France	24
6. Bouygues Construction	28
6.1. Une présence marquée à l'international.....	28
6.2. En attendant le Grand Paris	29
6.2.1. Le nouveau Grand Paris.....	29
6.2.2. Autres projets clés	30
6.3. Marge opérationnelle en hausse dès 2017.....	31
7. Colas : générateur de FCF.....	32
7.1. Fondamentaux solides	32
7.2. Tendances	34
7.2.1. Sortie de récession en France	34
7.2.2. Pourquoi la situation pourrait se stabiliser :	35
7.2.3. Brexit : quel risque pour Colas ?	37
7.2.4. Présence clé aux Etats-Unis.....	37
7.3. Vers un rebond des marges	39
8. Bouygues Immobilier.....	40
8.1. Un des leaders français	40
8.2. Un marché pas encore assaini mais bien orienté	40
8.3. Prévisions	44
9. TF1	46
9.1. Présentation du groupe	46
9.2. L'évolution du secteur des media et les enjeux pour le groupe.....	47
10. Bouygues Telecom	49
10.1. Panorama concurrentiel.....	49
10.2. Le plan de redressement : la viabilité de l'activité au cœur des préoccupations	50
10.3. La performance commerciale de Bouygues Telecom est-elle soutenable ?.....	53
10.3.1. Le mobile	53
10.3.2. Le fixe.....	54
10.4. Le développement du marché fibre est-il une menace pour Bouygues Telecom ?.....	56
10.4.1. La fibre est-elle une absolue nécessité?.....	56
10.4.2. Bouygues Telecom peut-il faire jeu égal dans la fibre avec les meilleurs ?.....	59
10.5. Quel scénario marché pour le futur, et quel impact sur la valorisation de Bouygues Telecom ?.....	62
10.5.1. Scénario d'évolution du marché.....	62
10.5.2. Impact d'une éventuelle consolidation	63
11. Annexes	67
Bryan Garnier stock rating system.....	71

1. Investment Case

Pourquoi investir maintenant?



Pourquoi s'intéresser au dossier maintenant :

Nous pensons que Bouygues Telecom a désormais convaincu de sa **capacité à poursuivre sa route seul** à moyen terme et **dissipé les espoirs de consolidation** à court terme. En revanche, nous estimons que les activités de construction présentent un certain nombre de **perspectives et d'opportunités** qu'il convient de mieux apprécier : amélioration du cycle routier en France, montée en puissance du Grand Paris, poursuite des bonnes tendances de la promotion immobilière...

Attractif ou non?



Valorisation

Nous retenons une Fair value de **35€**, portée à **66%** par les **activités de construction**, et correspondant à une prime de **18%** par rapport au cours actuel. Nous pensons que le cours intègre un niveau réaliste de valorisation de **Bouygues Telecom**, sans intégrer **aucune opportunité de consolidation**, mais sous-estime la valeur des activités de construction et les **bonnes perspectives liées au secteur**.

Horizon d'investissement?



Catalyseurs

L'évolution du cours sera liée à : **1/** la poursuite de la bonne tenue du **carnet de commande** dans les activités construction (**+1% cc à fin juin 2016** à EUR29.5md), qui n'inclut toujours pas l'extension de Monaco pour EUR842m, **2/** l'amélioration vraisemblable des **marges dans les activités construction** (**+15/20 bps** pa d'ici 2019), **3/** l'**amélioration du contexte concurrentiel** des télécoms en France, **4/** la capacité à mieux monétiser les usages et contenus, **5/** la **consolidation** du marché télécoms en France

Valeur ajoutée?



Différentiation face au consensus :

Le consensus semble avoir les **yeux rivés sur les activités télécoms**, concentré sur les **incertitudes** régnant encore sur le secteur, mais n'a pas pleinement capturé les **perspectives sur le secteur de la construction**.

Quels risques?



Risques

Les principaux risques sur notre scénario sont les suivants : **1/** des pertes sur chantiers, toujours possible, même si c'est le métier du groupe de gérer ce type de risque, **2/** un retournement macro, notamment en France, qui impacterait la confiance et donc les volumes dans les différents métiers de la construction, **3/** une nouvelle dégradation du contexte marché télécom en France, **4/** une aggravation du désavantage concurrentiel de Bouygues Telecom sur la fibre.

2. Synthèse du cas d'investissement

Nous retenons une Fair value de **35€**, correspondant à une prime de **18%** par rapport au cours actuel. Nous pensons en particulier que le cours n'intègre pas suffisamment les **bonnes perspectives liées aux activités de construction**.

S'agissant des activités de construction, le groupe Bouygues devrait en effet bénéficier d'un certain nombre de catalyseurs positifs : **Bouygues Construction** (37% du résultat opérationnel courant) devrait continuer de tirer parti de la dynamique liée au Grand Paris (EUR30md de travaux d'ici 2030, y compris Eole), avec un niveau de compétition (sans doute) un peu moins tendu grâce à la complexité des travaux ; **Colas** (37% du ROC) est bien positionné pour profiter de la montée en puissance du plan d'infrastructures FAST aux Etats-Unis (22% du CA en Amérique du Nord) et surtout de l'amélioration du cycle des travaux routiers en France (51% du CA), qui a touché un point bas et **Bouygues Immobilier** (15% du ROC), numéro 2 avec 11% du marché du résidentiel neuf, bénéficie naturellement d'un environnement exceptionnel, avec la combinaison de taux historiquement bas, d'un dispositif Pinel bien accueilli et de la refonte du Prêt à taux zéro. Il est également vraisemblable que **Bouygues Energies & Services** sorte de l'anonymat relatif au travers davantage de croissance externe, essentiellement à l'international. La croissance de résultats n'est pas forcément impressionnante (6.7% de croissance annuelle du résultat opérationnel courant sur 2015-19 et 9.5% du résultat net – pour les trois pôles combinés), mais elle est régulière (stabilité du carnet de commande de Bouygues Construction, prédominance de la maintenance chez Colas, relative stabilité de la marge de Bouygues Immobilier). Le pôle construction devrait donc continuer de jouer son rôle de générateur de FCF, avec plus de EUR700m attendu en 2019E.

S'agissant de Bouygues Telecom, la nouvelle **stratégie de relance commerciale** conjuguée à la **poursuite des plans de réduction des coûts** porte ses fruits, avec un retour de la croissance des revenus et de l'EBITDA depuis un an. Ainsi, Bouygues Telecom nous paraît avoir **assuré son avenir proche** et démontré sa capacité à **poursuivre sa route seul**. Nous pensons que la bonne tendance commerciale constatée depuis plusieurs trimestres va se poursuivre, permettant de **dépasser dès 2017 l'objectif de marge d'EBITDA de 25% affiché**. A plus long terme, nous pensons malgré tout que la **rentabilité de l'opérateur restera sous pression** du fait de sa taille et d'un **retard** qui sera difficile à combler sur **le fixe et la fibre en particulier**, pénalisant l'opérateur dans l'atteinte de son objectif de marge d'EBITDA de 35%.

Par ailleurs, nous pensons que le cours actuel de Bouygues ne **capture pas d'espoir de consolidation** du marché des télécoms en France. Si nous n'incluons pas cette éventualité dans notre fair value, nous pensons que celle-ci représente toujours une **réelle opportunité à moyen terme**, de nature à soutenir le cours de Bouygues Telecom et prendre le relai d'éventuelles défaillances commerciales. Le **rationnel pour une telle consolidation existe toujours**, les schémas de rapprochement aussi, que ce soit un retour du deal déjà envisagé avec **Orange** en début d'année, ou bien un rapprochement avec **SFR**.

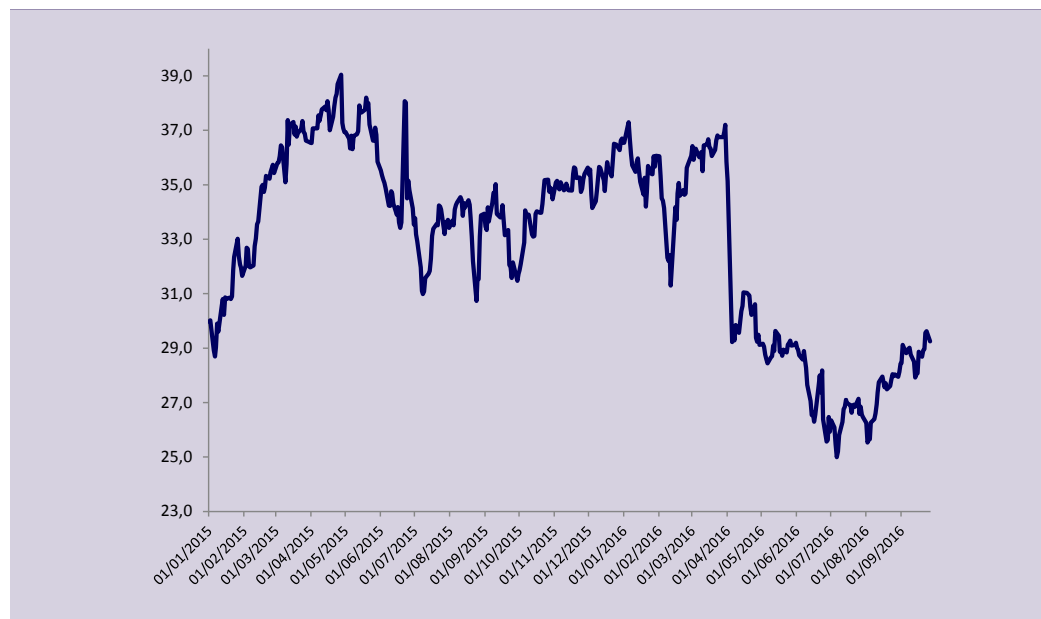
Ainsi, nous estimons que la valorisation « stand alone » que nous retenons pour Bouygues Telecom constitue un **plancher**. Si Bouygues Telecom devait connaître une dégradation importante de ses perspectives, alors l'éventualité d'une consolidation reprendrait de la vigueur, conduisant à substituer la valeur intrinsèque de l'activité par sa valeur **transactionnelle**, significativement **supérieure**.

3. Valorisation

3.1. Performance de l'action

Le graphique ci-dessous présente le cours de l'action Bouygues depuis début 2015, et sa fluctuation au gré des diverses périodes d'échanges sur une consolidation du marché des télécoms en France.

Fig. 1: Evolution du cours de l'action Bouygues depuis début 2015

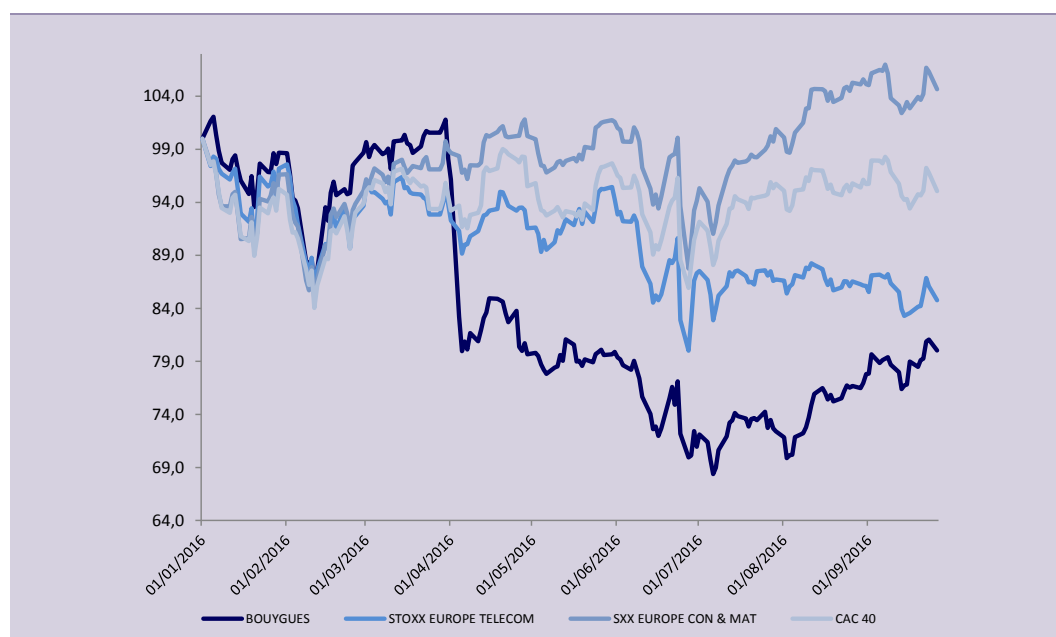


Source: Thomson Reuters.

Le cours de Bouygues est récemment revenu sur des **niveaux proches de début 2015**. La **relance commerciale de Bouygues Telecom** sur le mobile, puis les possibilités de rapprochement avec **SFR** (mi 2015) et **Orange** (début 2016) ont contribué à soutenir le cours sur 2015 et début 2016 jusqu'à **l'échec des négociations** début avril.

Le graphique ci-dessous présente par ailleurs l'évolution du cours de l'action Bouygues depuis le début de l'année 2016, et celle des indices CAC40, Stoxx Europe 600 Telecom et Stoxx Europe 600 Construction & Materials.

Fig. 2: Evolution du cours de l'action Bouygues et comparaison aux principaux indices de référence (base 100)



Source: Thomson Reuters.

Le cours de Bouygues a **surperformé les indices début 2016**, sous l'effet des **espoirs de consolidation dans les télécoms**, avant de chuter brutalement début avril. Depuis quelques semaines, l'action a opéré un **rattrapage sur les indices CAC40 et Stoxx Europe 600 Telecom**, portée par les **bons résultats de Bouygues Telecom**, et s'est alignée sur la performance affichée par l'indice **Stoxx Europe 600 Construction & Materials**, capturant l'amélioration des perspectives sur les métiers de la construction.

3.2. Synthèse

Nous retenons pour la valorisation de Bouygues **une somme des parties** s'appuyant sur les méthodologies suivantes :

- Bouygues Construction, Bouygues Immobilier et Colas : **multiples**.
- TF1 : valorisation de **marché**. Nous retenons pour valorisation la capitalisation boursière à date du groupe TF1, à laquelle nous rajoutons cash net et actifs financiers afin d'estimer la valeur d'entreprise totale.
- Bouygues Telecom : **DCF**
- Alstom et autres participations financières: intégration sur base des valorisations de marché actuelles.

La synthèse de la valorisation est présentée dans le tableau suivant.

Fig. 3: Synthèse de la valorisation du groupe Bouygues.

	Total Group	Bouygues Constr.	Bouygues Immo.	Colas	TF1	Bouygues Telecom	Holding
EV	14315	2327	1257	3057	1574	6331	-231
- net debt	-2563	3187	1	587	133	-1131	-5339
+ Financial assets	2572	287	15	710	120	10	1430
-minority interests	-1760	-36	-3	-36	0	0	0
- Provisions	-494	-135	-75	-284	0	0	0
Equity (M€) - 100%		5629	1195	4035	1827	5210	-4140
% detention	100,0%	100,0%	100,0%	96,0%	43,6%	90,5%	100%
Equity (M€) - Group share	12070	5629	1195	3873	797	4716	-4140
Nbre of shares (m)	346	346	346	346	346	346	346
Fair Value (EUR)	35	16,3	3,5	11,2	2,3	13,6	-12,0
Current stock price	29,7						
Up/downside	18%						

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Les actifs financiers contiennent notamment la participation de 28.3% dans Alstom pour 1.43Md€ et les 32% dans Tipco Asphalt pour 283m€. Nous valorisons les coûts du holding à 7x le résultat opérationnel courant 2016 (multiple moyen des activités de construction), mais n'ajoutons pas de décote de holding.

En effet, nous considérons Bouygues comme un groupe industriel - qui s'est développé dans les métiers de la construction pour se diversifier par la suite dans les Média et les télécom – et non comme un holding financier. Nous percevons la diversification du groupe comme un avantage, qui permet d'atténuer son profil de risque. Chaque division en ressort plus solide à l'intérieur du groupe que prise isolément.

Notre Fair Value affiche ainsi une prime de 18% par rapport au cours actuel. Il est important de noter à ce stade que notre Fair Value n'inclut **aucune prime liée à une potentielle consolidation** sur le marché des télécoms.

Afin savoir si cette prime est liée aux activités de construction ou à Bouygues Telecom, nous tentons de **décomposer la capitalisation boursière actuelle de Bouygues entre ses différentes activités.** Pour cela nous procédons ainsi :

1/ Dans un premier temps, nous nous plaçons sur les quelques semaines ayant précédé l'échec des discussions de fusion entre Bouygues Telecom et Orange, période à laquelle nous pensons que le marché intégrait dans une large mesure la valeur transactionnelle espérée de Bouygues Telecom. Nous retenons ici une capitalisation boursière implicite de 7.2Md€ pour Bouygues Telecom (valeur des capitaux propres, part groupe). En reprenant le cours de TF1 à l'époque, et en retenant nos hypothèses actuelles sur le holding, nous en déduisons une capitalisation boursière implicite des activités de construction de l'ordre de 8.5Md€ fin mars.

2/ Dans un deuxième temps, sur les 3 premières semaines d'avril suivant l'échec de la consolidation du marché Télécom, nous affectons 100% de la baisse du cours aux activités Telecom.

3/ Dans un troisième temps, pour passer de fin avril à aujourd'hui, nous actualisons la valorisation des activités de construction sur base de comparables sur la période (évolution du STOXX EUR 600 Cons & Mat), c'est-à-dire une hausse de 4%, et actualisons la valeur de TF1 sur la base du cours

actuel. Nous en déduisons alors la valeur implicite de Bouygues Telecom dans le cours actuel de Bouygues, de l'ordre de 4.8Md€ (valeur des capitaux propres, part groupe).

Le tableau suivant montre les résultats obtenus.

Fig. 4: Décomposition de la capitalisation boursière de Bouygues par activité

Bouygues MKT cap. Breakdown	Share price (EUR)	Total MKT Cap (EURm)	Constr.	Telecom	TF1	Holding
1/ Including consolidation hopes (last 3 weeks of March 2016)	36	12624	8472	7254	1038	-4140
2/ Post breakdown of merger talks with Orange (3 first weeks of April 2016)	30	10465	8472	5095	1038	-4140
3/ Current	29.7	10291	8811	4824	797	-4140
BG Fair Value	35	12070	10697	4716	797	-4140
FV vs Current	18%	18%	21%	-2%		

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

En conclusion de cette analyse, il nous apparaît que le cours actuel de Bouygues **1/ ne capture plus d'espoirs significatifs de consolidation** dans le secteur des télécoms ni donc une prime correspondante sur Bouygues Telecom, **2/ valorise Bouygues Telecom sur une base proche de nos estimations**, **3/ sous-valorise les activités de construction**. Nous pensons que cet état de fait peut résulter d'une **trop grande attention portée aux activités télécom**, au **détriment des activités de construction**, conduisant à sous-estimer la qualité et donc la valorisation de celles-ci.

3.3. Valorisation des activités de construction

3.3.1. Introduction

Tout comme pour Vinci et Eiffage, nous appliquons les multiples d'EBIT aux activités travaux et l'immobilier. Soit des multiples de transactions (bas de fourchette en général), soit des multiples sectoriels.

Fig. 5: Valorisation des activités construction – synthèse

EURm	Bouygues Constr.	Bouygues Immo.	Colas	Total activités de construction
EV	2,327	1,257	3,057	6,641
- net debt / + net cash	3,187	1	587	3,775
+ Financial assets	287	15	710	1,012
-minority interests	-36	-3	-36	-75
- Provisions	-135	-75	-284	-494
+/- other adj.	0	0	0	0
Equity	5,629	1,195	4,035	10,859
EBIT	362	180	382	924
EV/EBIT	6.4	7.0	8.0	7.2

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Nous présentons ci-dessous les multiples de valorisation des principales valeurs de construction en Europe. A titre d'illustration seulement, tant les chemins suivis, et donc les métiers, sont différents. Impossible de comparer les PE d'un Vinci, leader mondial des concessions, d'un Asltadi, essentiellement constructeur, d'un Bouygues, seul acteur (à notre connaissance) de ce panel à s'être lancé dans l'aventure des télécom.

Fig. 6: Multiples des valeurs de la construction en Europe

Contractors x	EV/Sales			EV/EBIT			P/E		
	2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E
BOUYGUES	0.5	0.4	0.4	17.6	14.5	9.9	20.6	19.2	14.3
VINCI	1.2	1.3	1.3	12.1	11.8	11.6	18.1	16.0	14.8
BILFINGER	0.5	0.2	0.3	19.5	-14.5	20.2	12.8	NM	34.9
BOSKALIS	1.5	1.3	1.3	8.7	11.3	13.5	9.2	15.3	18.1
NCC 'B'	0.5	0.4	0.4	10.8	12.4	10.6	11.3	17.0	15.1
FCC	1.1	1.2	1.1	20.7	19.2	16.3	45.2	30.9	25.0
YIT	0.7	0.8	0.7	12.9	19.3	12.3	16.4	24.9	14.3
CIMIC GROUP	0.6	0.7	0.6	9.2	10.9	10.3	17.8	17.9	16.6
ACS	0.3	0.4	0.3	7.1	7.3	6.8	11.7	11.7	10.8
Eiffage	1.3	1.4	1.3	12.5	12.6	11.7	20.1	16.1	14.0
Ferrovial	2.1	1.5	1.4	23.0	20.1	21.3	18.2	31.3	28.2
Sacyr	1.7	2.0	1.8	34.6	24.8	21.6	2.7	10.6	7.1
HOCHTIEF	0.3	0.4	0.4	10.7	11.3	10.3	39.3	24.4	22.0
Obrascon	1.7	1.3	1.3	10.7	7.5	7.4	9.2	7.1	7.1
Mota-Engil	0.8	0.6	0.6	11.4	9.7	7.1	18.7	6.5	6.9
Skanska	0.4	0.5	0.5	10.6	11.3	10.9	17.1	15.9	16.2
Balfour Beatty	0.1	0.2	0.2	-6.9	21.2	9.7	NM	24.4	16.5
Carillion	0.3	0.4	0.3	6.4	7.0	6.7	7.2	7.3	7.0
Strabag	0.1	0.2	0.2	4.7	6.9	7.0	20.1	12.9	12.7
Astaldi	0.5	0.4	0.4	5.6	4.5	4.1	4.0	4.2	3.1
Salini Impregilo	0.5	0.3	0.2	7.9	6.0	4.6	15.7	13.4	8.7
Median	0.5	0.5	0.5	10.7	11.3	10.3	16.7	16.0	14.3

Cours au 9/10/16

Source : IBES, Bryan, Garnier & co

3.3.2. Valorisation Bouygues Construction

Nous valorisons séparément les activités de construction et Bouygues Energy & Services.

- Nous appliquons les multiples sectoriels pour la partie construction, soit 6x l'EBIT 2017e. C'est un peu inférieur au multiple médian que nous observons pour notre panel (cf. tableau ci-dessous), mais une simple moyenne hors Hochtief et Balfour Beatty, dont les multiples sont plus élevés (ce qui traduit selon nous, en particulier, la politique de diversification), donne un multiple d'EBIT en ligne avec nos hypothèses.
- Pour les travaux d'ingénierie électriques/énergies et de services à l'industrie, les multiples observés dans les transactions sont assez larges : 9x l'EBIT pour l'acquisition d'Emil Lundgren par Vinci en 1999, 10x l'EBIT 2015 pour celle de Cegelec par LBO France en 2006, 12.5x l'EBIT 2005 pour celle de Spie par PAI ou encore 11x l'EBIT (estimé à partir d'une marge de 5%). Spie se traite aujourd'hui sur des multiples proches de 10x 2017. Les multiples sectoriels médian sont proches de 10x. Nous appliquons néanmoins un EV/EBIT *forward* de 9x, sachant que c'est une activité dont le poids est modeste dans la somme des parties de Bouygues et surtout ne génère pas le même niveau de marge qu'un Vinci Energies ou un Spie, d'où cette légère décote.

Fig. 7: Valorisation

EURm	Valuation
EV/EBIT FW Building (x)	6.0
EV/EBIT FW Energy (x)	9.0
EBIT FW (2017) Building	311
EBIT FW (2017) Energy	51
EV Building	1,865
EV Energy	461
EV	2,327
Debt/Cash	3,187
Plus financial assets/associates	287
Less minorities	36
Less provisions for pensions	135
Plus/less other adj.	0
Equity	5,629

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Fig. 8: Multiples sectoriels – Energies & Services

Energy x	EV/Sales			EV/EBIT			P/E		
	2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E
SPIE	0.9	0.7	0.6	15.1	11.1	10.0	13.9	14.1	13.0
CAPE	0.5	0.5	0.5	7.2	9.1	8.2	7.2	9.0	8.2
CAVERION	0.5	0.4	0.3	17.8	39.6	11.2	18.2	30.9	14.9
ELTEL	0.6	0.5	0.5	15.0	13.9	10.4	11.8	15.5	11.9
Median	0.6	0.5	0.5	15.1	12.5	10.2	12.8	14.8	12.4

Cours au 9/10/16

Source: IBES; Bryan, Garnier & Co ests

Dans les métiers de l'énergies et de services à l'industrie, les multiples de Spie (EUR5.3bn de CA, France), Cape (Royaume-Uni, GBP700m de CA en 2015), Caverion (EUR2.4bn de chiffre d'affaires, Finlande) et ELtel (EUR1.3bn de chiffre d'affaires, Suède) sont présentés ci-dessus. Certes, ces valeurs ne sont pas des comparables parfaits à Bouygues Energy & Services, mais donne une idée des multiples possibles pour le secteur. A 9x l'EBIT, nous sommes en apparence conservateurs mais la taille et la rentabilité de la filiale de Bouygues n'en fait pas un des acteurs les plus performants du secteur.

Fig. 9: Multiples sectoriels – Construction

Contractors x	EV/Sales			EV/EBIT			P/E		
	2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E
HOCHTIEF	0.3	0.4	0.4	10.7	11.3	10.3	39.3	24.4	22.0
Balfour Beatty	0.1	0.2	0.2	-6.9	21.2	9.7	NM	24.4	16.5
Carillion	0.3	0.4	0.3	6.4	7.0	6.7	7.2	7.3	7.0
Strabag	0.1	0.2	0.2	4.7	6.9	7.0	20.1	12.9	12.7
Astaldi	0.5	0.4	0.4	5.6	4.5	4.1	4.0	4.2	3.1
Salini Impregilo	0.5	0.3	0.2	7.9	6.0	4.6	15.7	13.4	8.7
Mota-Engil	0.8	0.6	0.6	11.4	9.7	7.1	18.7	6.5	6.9
Median	0.3	0.4	0.3	6.4	7.0	7.0	17.2	12.9	8.7

Cours au 9/10/16

Source: IBES; Bryan, Garnier & Co ests.

Dans les métiers de la construction, nous avons sélectionné les valeurs de la construction les moins diversifiées, en particulier ceux dont le niveau de diversification reste contenu. Nous excluons de valeurs comme Skanska, dont le pôle promotion (tout segment) représente 44% de l'EBIT en 2015, Ferroviario (dont la construction pèse moins de la moitié du chiffre d'affaires), ACS, OHL, etc.

En revanche, nous incluons les valeurs suivantes : Hochtief, Balfour Beatty et Carillion (avec un bémol compte tenu de leurs portefeuilles de PPP), Strabag (qui comprend aussi des concessions et de l'immobilier), Astaldi, Salini Impregilo, Mota Engil. Nous obtenons un EV/EBIT médian en 2017 de 7x. Néanmoins, nous resterons sur un multiple de 6x, notre panel incluant plusieurs valeurs dont les multiples sont vraisemblablement *inflés* par d'autres lignes de métiers, que ce soit l'immobilier ou les partenariats public privés.

3.3.3. Valorisation Colas

Nous valorisons Colas aujourd'hui sur la base de multiple de 8x l'EBIT 2017e. C'est un peu supérieur à ce que nous avons jusqu'à présent appliqué (7x), dans la mesure où **1)** l'environnement des travaux routiers devrait considérablement s'améliorer en France dans les trimestres/années à venir, ce qui devrait se traduire par une normalisation de l'environnement concurrentiel, **2)** Colas bénéficie d'une exposition assez spécifique à l'Amérique du Nord (22% contre 10% pour Eurovia chez Vinci), où les perspectives liées au FAST sont plutôt bonnes et **3)** Colas bénéficie également d'un statut de leader mondial. Quoi qu'il en soit, 8x reste réaliste : Bouygues possède aujourd'hui 96.6% du capital de Colas mais en juillet 2000, le groupe de construction avait lancé une OPE sur les titres qu'il ne possédait pas dans sa filiale routière, soit 43.18% - et avait payé plus de 8x l'EBIT, ajusté de Cofiroute. On peut aussi ajouter que Vinci avait valorisé Eurovia en 2004 sur la base de multiples de l'ordre de 7x l'EBIT. Néanmoins en 1999, les minoritaires d'Entreprise Jean Lefebvre avaient été rachetés sur la base de 6x l'EBIT.

Par ailleurs, nous prenons également en compte les actifs financiers de Colas, en particulier la participation de 31.8% dans TIPCO Asphalt, coté à la bourse de Bangkok.

Sur la base d'un EBIT 2017 de EUR382m, la Valeur d'Entreprise s'élève à EUR3md, et l'Equity à EUR4md, contre environ EUR4.4md sur la base du cours actuel. Notre valorisation de Colas reste donc sensiblement inférieure à celle du cours de bourse actuel. Mais nous pensons que le très faible flottant (moins de 4%), combiné à un certain niveau de spéculation (relative à une offre éventuelle de Bouygues sur les minoritaires), polluent considérablement le cours de bourse.

Fig. 10: Valorisation de Colas

EURm	Valuation
EV/EBIT FW Roadworks (x)	8.0
EBIT 2017	382
EV	3,057
Debt/Cash	587
Plus financial assets/associates*	710
Less minorities	36
Less provisions for pensions	284
Plus/less other adj.	0
Equity	4,035

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Fig. 11: Valorisation des actifs financiers détenus par Colas

EURm	FY15	H116
JV/associates au bilan de Colas	307	317
Less TIPCO Asphalt book value	84	92
plus TIPCO Asphalt market value	283	283
Autres actifs financiers (essentiellement des créances financières)	212	202
Actifs financiers réévalués	718	710

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

3.3.4. Valorisation Bouygues Immobilier

Nous appliquons les multiples sectoriels, c'est-à-dire les multiples d'EBIT des promoteurs immobiliers cotés, Nexity et Kaufman & Broad. Certes, le panel est limité, mais en l'occurrence ces multiples sectoriels sont plutôt stables dans le 2^e temps.

Fig. 12: Valorisation

EURm	Valuation
EV/EBIT FW Property dev. (x)	7.0
EBIT FW (2017)	180
EV	1,257
Debt/Cash	1
Plus financial assets	15
Less minorities	3
Less provisions for pensions	75
Plus/less other adj.	0
Equity	1,195

Source: IBES; Bryan, Garnier & Co ests.

Fig. 13: Multiples sectoriels

Property dev. x	EV/Sales			EV/EBIT			P/E		
	2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E
NEXITY	0.7	0.6	0.6	9.3	8.1	6.7	20.4	19.0	15.9
KAUFMAN	0.6	0.8	0.7	6.9	9.5	8.6	20.0	15.4	12.8
REALITES	-	-	-	6.8	10.4	7.0	-	10.7	8.2
Median	0.6	0.7	0.6	6.9	9.5	7.0	20.2	15.4	12.8

Source: IBES; Bryan, Garnier & Co ests.

3.4. Valorisation Bouygues Telecom

Notre modélisation DCF valorise les fonds propres de Bouygues Telecom à **5.2Md€**, pour une valeur d'entreprise totale de **6.3Md€**. Nous valorisons ainsi Bouygues Telecom à **6.9x notre EBITDA 2016**, pour un **CAGR 2016-2018 de 15.3%**, là où la moyenne des opérateurs européens fait apparaître un multiple de **7.5x l'EBITDA 2016** pour un **CAGR 2016-2018 de 6.6%**.

Notre modélisation s'appuie sur les hypothèses suivantes :

- Nous n'intégrons **aucun effet positif lié à une éventuelle consolidation** du secteur en France.
- **Chiffre d'affaires** : nous voyons un chiffre d'affaires en croissance annuelle moyenne de **4.0% sur 2016-2019** (dont 4.6% sur 2017, vs 1.6% en 2015 et 4.5% en 2016), tiré par la poursuite de **bonnes performance commerciales** et un **ralentissement de la décroissance des ARPU** fixes et mobiles.
- **EBITDA** : la croissance d'EBITDA devrait être soutenue sur les prochaines années, à **15.0% en moyenne sur la période 2016-2019** (dont 19.9% sur 2017, vs 8.4% en 2015 et 21.9% en 2016), tirée essentiellement par la croissance de la base client et la poursuite des plans d'économies.
- Des **CAPEX maintenus durablement à 814M€** annuels, nets de cessions éventuelles d'infrastructures (pylônes et antennes notamment), et hors achat/paiement de licences.
- **BFR** : nous intégrons le paiement de la licence 700MHz pour 116M€ fin 2016, puis à nouveau 116M€ en 2017, et 116M€ en 2018.
- **Nous utilisons un coût de la dette nette avant impôt de 4.2%, et un taux d'impôt de 34.3%**.
- Nous adoptons un taux d'actualisation de **6.81%**, avec un bêta de **1.0**, correspondant au bêta historique 2 ans de Bouygues vs CAC40, majoré de 0.2 pour isoler l'activité télécom (à titre de comparaison, nous avons retenu un bêta de 0.8 pour Iliad, 0.95 pour Orange, 1.1 pour SFR et 1.2 pour Altice). Nous retenons par ailleurs une prime de risque de **7.0%** et un taux sans risque de **1.6%**.
- Nous retenons un taux de croissance à l'infini de **1%**.

Fig. 14: Calcul du taux d'actualisation

Inputs	
Risk Free rate	1.6%
Market risk premium	7.0%
B	1,0
Cost of Equity	8.46%
Cost of Debt after taxes	2.8%
Gearing	41%
WACC	6.81%

Source: Bryan, Garnier & Co ests.

Fig. 15: Modèle DCF

EURm	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Sale	4505	4707	4925	5120	5273	5431	5539	5595	5651	5707	5764	5822
Change in sales		4,5%	4,6%	4,0%	3,0%	3,0%	2,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
EBIT	-134	36	211	381	477	517	544	557	571	585	600	614
As % of sales	-3,0%	0,8%	4,3%	7,4%	9,0%	9,5%	9,8%	10,0%	10,1%	10,3%	10,4%	10,5%
Tax rate	34,0%	5,3%	26,5%	34,3%	34,3%	34,3%	34,3%	34,3%	34,3%	34,3%	34,3%	34,3%
Net Op. Profit after Tax	-88	34	155	250	313	339	357	366	375	385	394	403
+ D&A and prov.	898	899	908	858	858	861	863	865	866	867	868	872
Cash flow from op.	810	933	1063	1108	1171	1200	1220	1231	1242	1252	1262	1275
- Net investments (incl. Freq.)	-822	-1084	-930	-930	-814	-814	-814	-814	-814	-814	-814	-814
- change in WCR	-84	4	-39	-17	-14	-14	-10	-5	-5	-5	-5	-5
Free cash Flow	-96	-147	94	162	344	372	396	412	423	433	443	456
Discounted FCF		-144	86	139	276	280	279	272	261	250	240	231
Sum of disc. FCF		2168										
+ disc. terminal value		4162										
- net debt		-1131										
+ financial assets		10										
Valuation		5210										

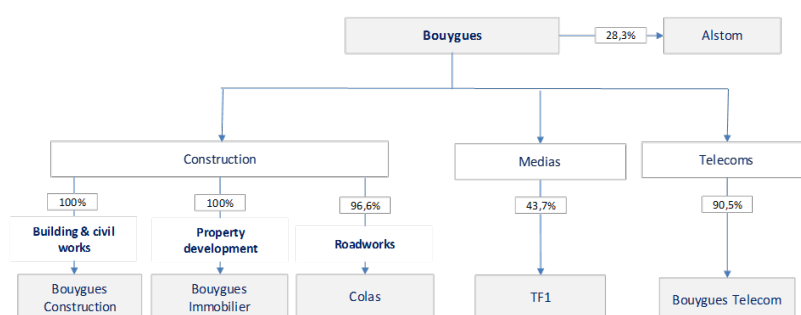
Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

4. Le groupe Bouygues: présentation

4.1. Activités et stratégie

Le groupe Bouygues comprend 3 activités principales: Les activités de construction, avec Bouygues Construction (BTP), Bouygues Immobilier (promotion immobilière) et Colas (infrastructures de transport, route en particulier), les médias, avec le groupe TF1, et les télécoms avec Bouygues Télécom. Bouygues détient également 28,3% dans le groupe Alstom, centré sur les activités de transport ferroviaire.

Fig. 16: Structure du groupe Bouygues et principales activités



Les activités de construction génèrent aujourd'hui 80% des revenus du groupe, 88% du résultat opérationnel courant, et ce sont elles qui sont le plus contributives à la génération de cash flow libre (avant BFR et paiement de licences de téléphonie), notamment depuis les difficultés rencontrées par Bouygues Telecom consécutives à l'arrivée de Free Mobile sur le marché début 2012.

Fig. 17: Contribution des activités aux résultats financiers du groupe

	2011	2012	2013	2014	2015	CAGR 2011-2015
Revenues (net of intra group)	32706	33547	33345	33138	32428	0%
Construction	24375	25753	26275	26515	25963	
TF1	2620	2621	2470	2243	2004	
Bouygues Telecom	5741	5226	4664	4432	4505	
Holding & others	120	123	119	128	135	
Current operating income	1819	1286	1344	888	941	-15%
Construction	1020	949	1030	841	831	
TF1	283	258	223	143	158	
Bouygues Telecom	561	122	125	-65	-11	
Holding & others	-45	-43	-34	-31	-37	
Free Cash flow before change in WCR and frequencies	862	724	821	397	251	-27%
Construction	605	812	821	437	487	
TF1	150	161	149	52	65	
Bouygues Telecom	208	-89	25	138	-125	
Holding & others	-101	-160	-173	-230	-176	
Net Debt (+ = net cash)	-3862	-4172	-4427	-3216	-2561	-10%
Construction	3404	3281	3316	3785	3837	
TF1	-40	237	188	497	701	
Bouygues Telecom	-581	-650	-783	-765	-890	
Holding & others	-6645	-7040	-7148	-6733	-6209	

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Concernant les fondements de la stratégie du groupe aujourd'hui, on notera les trois points clés suivants :

- Une **stratégie de diversification** poussée, qui permet au groupe d'absorber des conjonctures difficiles sur certains de ses métiers.
- La **maximisation de l'intérêt de chacune des branches d'activité en tant qu'entités autonomes**, plutôt qu'une logique d'intégration verticale, de business croisé et de synergies. A titre d'illustration, Bouygues Immobilier ne favorise pas Bouygues Construction dans la construction de ses programmes immobiliers, et Bouygues Telecom et TF1 ne bénéficient d'aucun partenariat privilégié. Dans les métiers de la construction, une logique partenariale peut cependant être mise en œuvre quand celle-ci constitue un atout dans le cadre d'une réponse à un appel d'offres.
- Une **dimension sociale forte**, illustrée notamment par un dialogue social au cœur des préoccupations du management et par un actionnariat salarié qui représente 21.4% du capital à fin H1 2016 (et 28.6% des droits de vote).

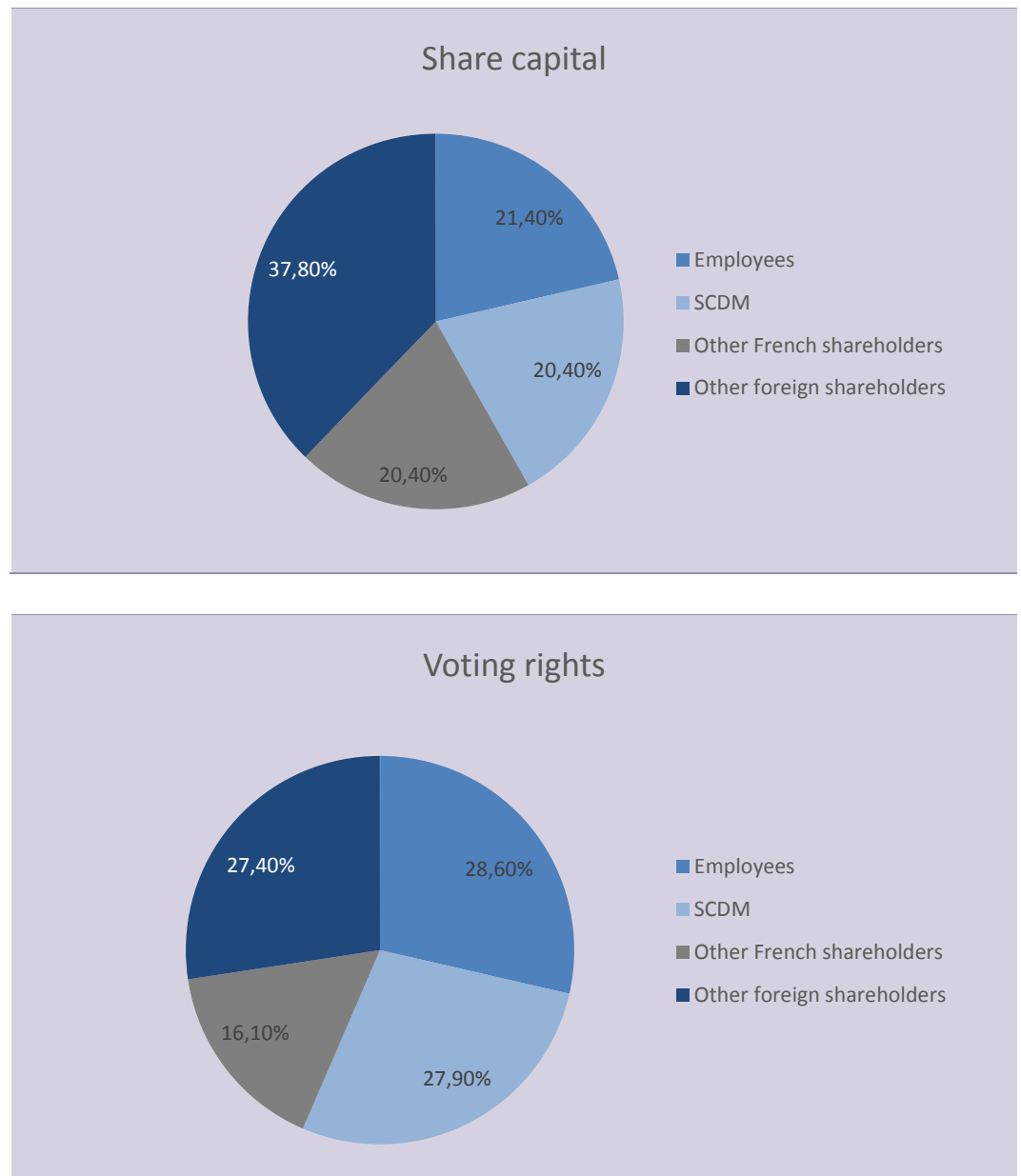
4.2. Actionnariat et gouvernance.

Le groupe Bouygues est détenu à **20.4%** (27.9% des droits de vote) par la société SCDM, elle-même **contrôlée par Martin et Olivier Bouygues**.

Martin Bouygues, 64 ans, est Président Directeur Général du groupe. Olivier Bouygues, son frère aîné de 2 ans, occupe le poste de Directeur Général Délégué. Deux nouveaux Directeurs Généraux Délégués ont été nommés en août 2016 : Philippe Marien, directeur financier et responsable des filières ressources humaines, systèmes d'information et innovation du groupe, ainsi que Olivier Roussat, Président Directeur Général de Bouygues Telecom. Martin Bouygues, qui prépare sa succession, selon nous à horizon 2018, a par ailleurs fait entrer son fils Edward et son neveu Cyril au conseil d'administration du groupe en avril 2016.

Martin Bouygues aime s'entourer de proches collaborateurs ayant une forte connaissance et ancienneté dans le groupe, partageant des valeurs proches des siennes. Si le successeur de Martin Bouygues cherchera sans doute à imprimer sa marque sur le groupe, nous pensons qu'il sera garant d'une forme d'héritage moral et poursuivra la gestion du groupe avec la même philosophie que Martin Bouygues.

Fig. 18: Structure de l'Actionariat Bouygues (fin 2015)



Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Parmi les actionnaires étrangers, le fonds First Eagle dispose de 6.61% du capital et de 5.21% des droits de vote.

Depuis 10 ans le groupe Bouygues verse chaque année à ses actionnaires un dividende constant de 1.6€ par action.

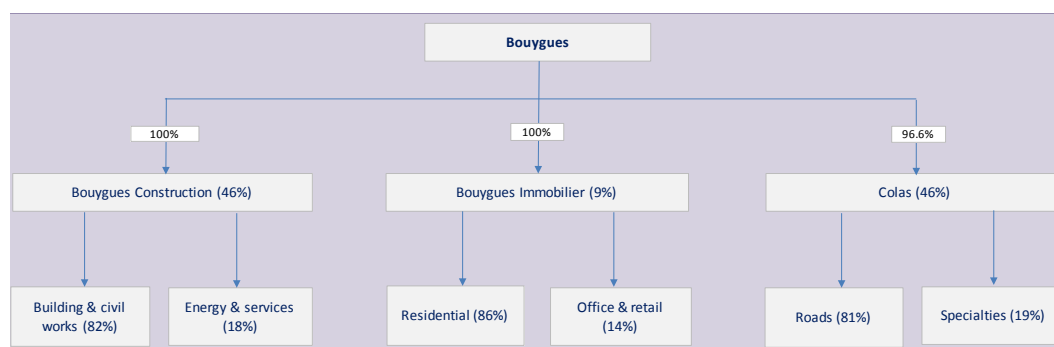
5. Activités de construction : ~90% du résultat opérationnel courant

5.1. Proche mais différent de Vinci et d'Eiffage

Les activités de construction représentent 80% du CA 88% de l'EBIT et 61% du Cash Flow du groupe Bouygues en 2015.

Les activités de construction de Bouygues regroupent trois divisions : Bouygues Construction, Colas et Bouygues Immobilier. En 2015, ce pôle historique aura généré 80% du chiffre d'affaires, 88% du résultat opérationnel courant et 61% du *cash flow* consolidé du groupe. L'essentiel du FCF est également généré par ces activités, qui sont par ailleurs en situation de cash net. On pourra enfin souligner que ce sont des activités qui traditionnellement sont très peu, voire pas génératrices de capitaux investis. Seul Colas dispose d'actifs significatifs, principalement des carrières de granulats, du matériel de chantier et des unités de production d'enrobés ou d'émulsion.

Fig. 19: Organigramme simplifié des activités construction de Bouygues*



* Entre parenthèse le poids des chiffres d'affaires à l'intérieur des divisions

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Fig. 20: Chiffres clés 2015

EURm	Building & civil works	Energy & services	Bouygues Construction	Bouygues Immobilier	Colas	POLE TRAVAUX	en % du consolidé
Revenues	9857	2118	11,975	2,304	11,960	26,239	80%
Revenues (net of intra-group)			11,776	2,291	11,896	25,963	80%
Current EBIT	292	57	349	138	344	831	88%
Margin (%)	3.0	2.7	2.9	6.0	2.9	3.2	
CF (rep.)	395	72	467	120	670	1257	61%
Capex			-214	-13	-311	-538	28%
FCF, as reported	113	41	154	61	272	487	-225%
Net debt	-3131	-141	-3,272	-5	-560	-3837	-150%

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Bouygues se distingue des deux autres grands groupes de construction Français Vinci et Eiffage sur plusieurs éléments :

Les concessions ne sont pas une priorité

1) la taille de son portefeuille de concessions, sensiblement plus modeste que celui d'Eiffage et surtout de Vinci. Le groupe n'a pas participé fin 2005 à la privatisation des trois grands groupes de concession autoroutier français (ASF, APRR et Sanef), arguant que ces actifs s'apparentaient surtout à des actifs

financiers. On ne retrouve donc chez Bouygues ni les problématiques de dette sans recours, ni celles relative au risque politique, ni le poids prééminent dans les résultats opérationnels des concessions. D'ailleurs, le groupe semble privilégier les participations minoritaires dans ce métier : le groupe détient 45.85% dans Adelac (A41 Nord en Haute-Savoie, 20km), 33% dans le Consortium Stade de France, 22% dans Hermes Airports (concession sur deux aéroports à Chypre), mais a cédé ses 33% dans ALIS (Autoroute de Liaison Seine-Sarthe, l'A28) et ses 48.6% dans la société concessionnaire du Pont Riviera Marcory à Abidjan. Cette exposition somme toute modeste est-elle un handicap pour le groupe Bouygues ? pas forcément selon nous, mais c'est un facteur de différenciation fort. L'investisseur en Vinci et Eiffage sera sans doute en priorité intéressé par l'aspect défensif de ces deux sociétés, avec, en particulier dans le cas de Vinci, un biais développement du portefeuille de concessions non négligeable. Celui dans Bouygues y cherchera sans doute davantage le potentiel de hausse, soit au travers la revalorisation des activités de construction (aujourd'hui ignorée selon nous par le marché – au moins en partie –), soit éventuellement au travers la recomposition du secteur télécom en France.

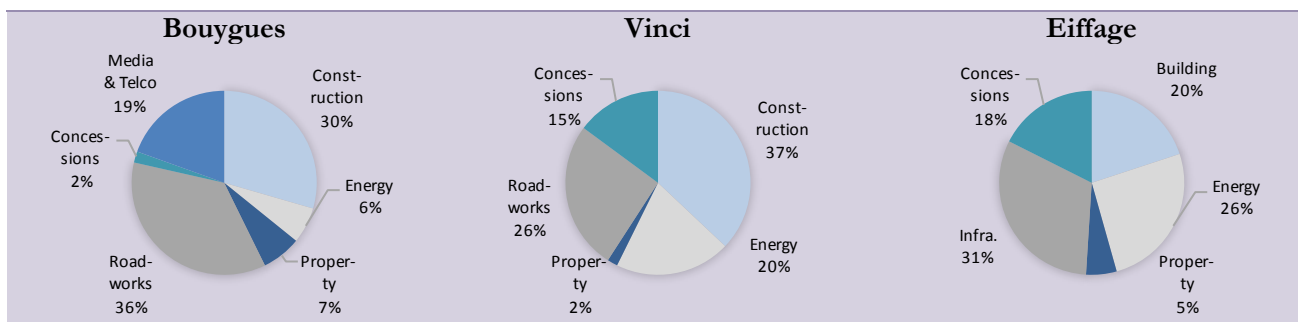
Un pôle Energies qui n'a pas encore pris son envol

2) les activités d'ingénierie électrique (et assimilés) et de *business services* regroupées au sein de Bouygues Energies et Services, sont non seulement assez peu mises en avant car logées à l'intérieur de Bouygues Construction (tout comme les concessions d'ailleurs), mais également d'une taille plutôt modeste (EUR2md de chiffre d'affaires vs EUR3.6md pour Eiffage Energies et plus de EUR10md pour Vinci Energies) et d'une rentabilité moindre (2.3% vs 5.6% et 3.7% pour les divisions de Vinci et d'Eiffage, respectivement). C'est un métier qui a néanmoins vocation à grossir, en particulier au travers d'acquisitions ciblées, plutôt à l'international. C'est positif dans la mesure où il existe vraiment matière à développer cette activité et à la rendre plus profitable.

3) en revanche, le pôle Immobilier est bien plus conséquent (EUR2.3md de CA) chez Bouygues que chez Vinci (surtout) et Eiffage (EUR700m et EUR740m, respectivement). Ce pôle est d'ailleurs une division à part entière alors qu'il est logé à part chez Vinci (en dehors des *Business Units*, à côté du holding) et à l'intérieur du pôle construction chez Eiffage.

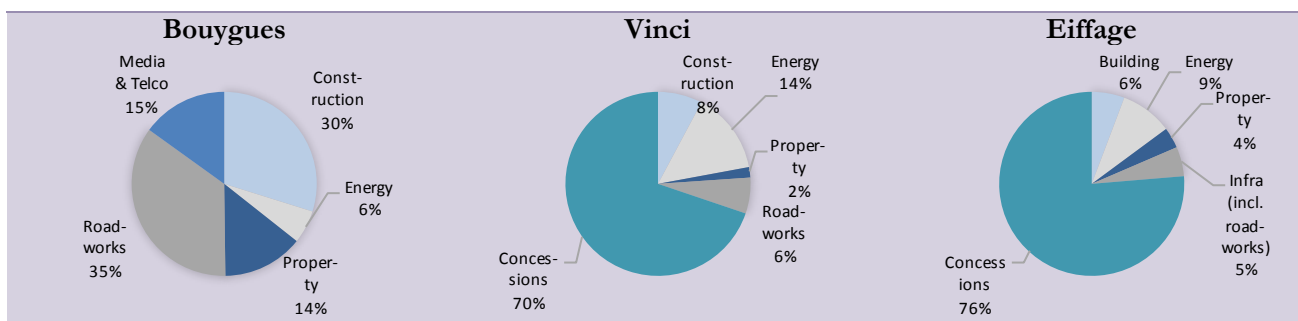
Un pôle Immobilier dont la taille en fait un des co-leaders du marché français.

4) la présence au grand international (hors d'Europe) est davantage marquée : 28% du CA contre 16% pour Vinci et 3% seulement pour Eiffage. Le groupe est connu en particulier pour certains de ses travaux en Asie, à Hong Kong en particulier.

Fig. 21: Poids des divisions dans le chiffre d'affaires*


* avant holding et/ou élimination, le cas échéant

Sources: Bouygues, Vinci, Eiffage, Bryan, Garnier & co

Fig. 22: Poids des divisions dans le résultat opérationnel courant*


* avant holding et/ou élimination, le cas échéant

Sources: Bouygues, Vinci, Eiffage, Bryan, Garnier & co

5.2. Perspectives positives dans tous les métiers

5.2.1. Amélioration régulière de la marge opérationnelle

Dans les métiers travaux, nous comprenons que la stratégie de Bouygues est assez proche, sur certains aspects, de celle d'un Vinci ou d'un Eiffage. Certes, nous avons vu que le *mix-business* peut être différent mais, fondamentalement, ces groupes de construction vont tous s'efforcer en priorité de maîtriser le mieux possible les cycles de la construction : pas de priorité à la croissance du chiffre d'affaires, mais à la sélectivité des projets pour maîtriser le risque et les marges opérationnelles ; une diversification vers des métiers davantage techniques, qui auront en particulier leur utilité hors de France et, enfin, l'international pour générer davantage de croissance. Combiner technicité et international est une bonne idée dans la mesure où cela permet à Bouygues de concourir sur des projets complexes (et donc risqués) sur lequel la concurrence est moins forte, ce qui permet donc de mieux négocier les prix – et au final bien maîtriser le couple « rendement/risque », tout en générant davantage de dynamique *top line*.

Fig. 23: Chiffres clés pour les activités de construction

EURm	2013 PF	2014 PF	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
Sales B. Constr.	11101	11726	11975	11650	11825	12180	12545
Sales Colas	12845	12396	11960	11338	11474	11818	12173
Sales B. Immobilier	2510	2775	2304	2505	2918	3220	3388
Sales y/y% B. Constr.	4.3	5.6	2.1	-2.7	1.5	3.0	3.0
Sales y/y% Colas	-1.5	-3.5	-3.5	-5.2	1.2	3.0	3.0
Sales y/y% B. Immobilier	4.8	10.6	-17.0	8.7	16.4	10.4	5.2
Current operating profit B. Constr.	437	335	349	339	362	391	422
Current operating profit Colas	390	332	344	361	382	411	442
Current operating profit B. Immobilier	178	174	138	153	180	200	212
Current op. margin (%) B. Constr.	3.9	2.9	2.9	2.9	3.1	3.2	3.4
Current op. margin (%) Colas	3.0	2.7	2.9	3.2	3.3	3.5	3.6
Current op. margin (%) B. Immobilier	7.1	6.3	6.0	6.1	6.2	6.2	6.3
Net profit group share B. Constr.	277	254	276	283	308	327	346
Net profit group share Colas	312	604	234	274	331	352	373
Net profit group share B. Immobilier	101	102	77	87	105	118	125
FCF (as reported) B. Constr.	331	199	154	229	236	249	262
FCF (as reported) Colas	378	154	272	266	349	399	451
FCF (as reported) B. Immobilier	110	84	61	93	107	119	126
Net cash (+) / debt (-) B. Constr.	3006	2900	3272	3187	3098	2993	2881
Net cash (+) / debt (-) Colas	31	682	560	587	650	711	801
Net cash (+) / debt (-) B. Immobilier	271	203	5	1	-3	-17	-38

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Nos prévisions intègrent ces éléments. Nous avons très peu de croissance du chiffre d'affaires dans les métiers travaux, mais nous croyons le groupe capable de maîtriser, voire de légèrement (et régulièrement) améliorer, sa marge opérationnelle. Les guidances de Bouygues par divisions sont les suivantes :

- Pour les activités construction dans leur ensemble, le groupe Bouygues s'attend à une amélioration de la marge opérationnelle en 2016 et 2017, sans pour autant la quantifier de façon précise (mais on se doute que cette progression sera contenue).
- Le chiffre d'affaires de Bouygues Immobilier devrait progresser en 2016 et la marge opérationnelle s'améliorer de quelques points de base. Elle se quasi-stabilise (hausse de 5bps pa) dans notre modèle après avoir décliné régulièrement depuis 2010.

Pas de croissance de la *top line* en 2016. En revanche, les marges opérationnelles devraient progresser de quelques dizaines de points de base pour la route et l'immobilier.

- La *top line* de Colas devrait être pénalisée par les effets périmètres et devises négatifs. La baisse du chiffre d'affaires (en organique) est attendue proche de 2%, pénalisée par la France, par des décalages d'appels d'offre en Europe de l'Est et au Canada par le feu de forêt à Fort McMurray. Le groupe confirme que le marché des travaux routiers en France est à son creux de cycle actuellement, après des baisses à deux chiffres en 2014 et 2015. La marge opérationnelle est attendue en amélioration malgré l'impact négatif (mais limité) de la cession des activités Asiatiques, dont la marge opérationnelle est proche de 8%, à Tipco Asphalt (Tasco). En revanche, l'arrêt de SRD à Dunkerque va impacter positivement la marge opérationnelle courante 2016. En 2015, les pertes avaient affecté à hauteur de EUR77m le résultat opérationnel courant. Nous attendons toujours en volant de pertes en 2016, mais celles -ci seront comptabilisées en non-courant. Le site de Dunkerque est aujourd'hui en cours de fermeture définitive, sachant qu'en 2014, l'activité « huiles » avait déjà été arrêtée. Enfin, il n'est pas inutile de rappeler que le groupe a lancé en 2012 un premier plan d'optimisation de la route avec la fusion des trois marques (Sacer, Screg et Colas) puis, depuis fin 2013, un second plan dit « de transformation de l'organisation et des modes opératoires [...] avec pour objectif d'améliorer la marge opérationnelle sur deux ans dans un marché durablement bas. ». En tout état de cause, nos prévisions intègrent ces perspectives.
- Le chiffre d'affaires de Bouygues Construction sera en léger retrait cette année, en ligne avec un carnet en retrait de -1.6% à fin juin, non compris des effets devises négatifs, principalement à cause de la livre Sterling. La marge opérationnelle sera vraisemblablement stable en 2016 pour graduellement s'améliorer à partir de 2017.

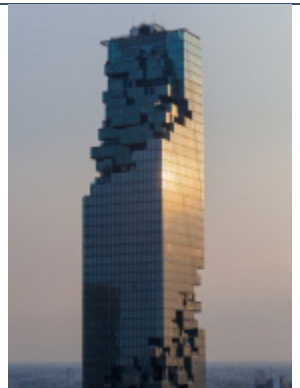
5.2.2. Un profil de risque maîtrisé

Nous ne sommes pas de grands fans (sur le plan boursier s'entend) des projets de grande envergure de Bouygues Construction tels que l'extension de Monaco, le pont de Hong Kong-Zhuhai-Macao (plus long pont maritime du monde), celui de Baluarte au Mexique (situé jusque 2000m au-dessus du niveau de la mer) ou la (fascinante) tour « pixélisée » Mahanakhon à Bangkok. Certes, ces projets constituent indéniablement une remarquable vitrine du savoir-faire du groupe, sa capacité à tenir les délais, gérer les projets techniques dans des environnements contraignants, maîtriser les coûts et plus généralement marquer son empreinte, et ce à travers le monde.

Mais nous croyons y déceler des risques absents chez Colas ou dans une moindre mesure chez Bouygues Energy & Services, dont le socle de l'activité est constitué d'une multitude de petits et moyens contrats : EUR100k en moyenne chez Colas et vraisemblablement autour de EUR20k pour Bouygues Energies & Services (si l'on se réfère aux données communiquées par le passé par Vinci pour son pôle Energies). Le niveau de risque est sensiblement plus réduit dans ces métiers, avec des marges opérationnelles pas forcément plus modestes, au contraire (mais une intensité capitalistique certainement plus marquée chez Colas, avec des actifs miniers conséquents).

Pour autant, nous ne faisons pas de mauvais procès à Bouygues Construction. Toutes les grandes prises de commandes du premier semestre à l'international concernant des projets dont la taille ne dépasse pas les EUR130m. Il n'y a donc aucune raison de penser que le groupe ne maîtrise pas son risque, les très grands projets hors de France ne représentant pas l'essentiel des chantiers de construction. Certes, le groupe a également signé pour EUR200m la tour Alto à la Défense et l'extension de Calais pour EUR300m mais ces projets sont situés en France (et d'ailleurs leur taille est raisonnable).

Tour Manahakhon

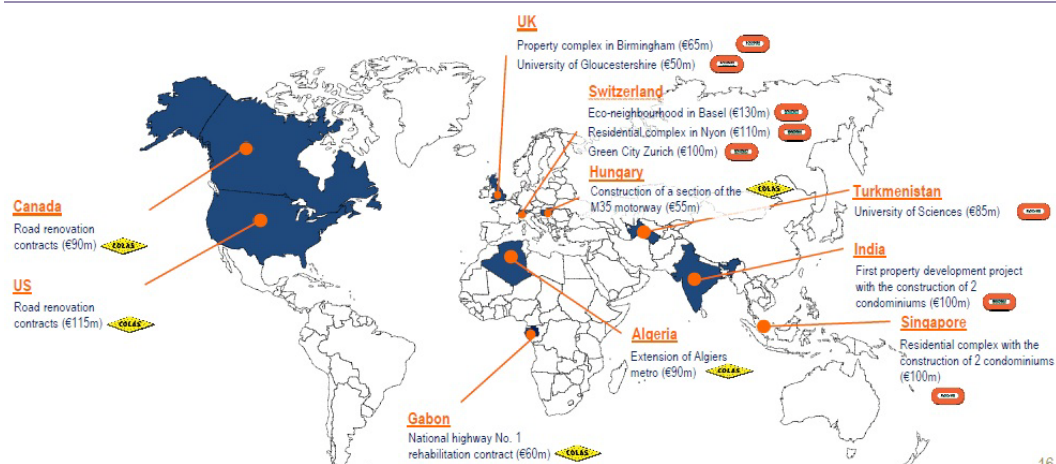


Source: Bouygues, Bryan, Garnier & co

Néanmoins, il n'est pas non plus illégitime de garder à l'esprit que les pertes sur chantiers existent et sont susceptibles, le cas échéant, de peser sensiblement sur le cours de bourse.

Concernant le projet Hinkley Point C au Royaume-Uni, Bouygues TP, en JV avec Laing O'Rourke, a été déclaré « *preferred bidder* » sur plusieurs lots de génie civil (pour un montant d'environ GBP2bn selon la presse). Le groupe de construction britannique s'est réjoui de la décision du gouvernement britannique d'approuver le projet. Néanmoins, Bouygues n'a pas communiqué récemment sur le sujet et le projet n'est pas encore dans le carnet d'ordre. Il semble vraisemblable qu'il le soit au troisième trimestre, selon nous.

Fig. 24: Principales prises de commandes à l'international au S1 2016



Source : Bouygues, Bryan, Garnier & co

Par ailleurs, nous avons quelques a priori négatifs sur le poids de la promotion immobilière chez Bouygues, encore une fois pour une question de risque. Il faut cependant bien reconnaître à Bouygues une capacité certaine à maîtriser sa marge sur longue période— davantage qu'un groupe comme Nexity ou Kaufman & Broad sur la période 2002-2015 par exemple, même si en absolu sa rentabilité est moindre (Cf. notre comparaison dans la partie Bouygues Immobilier). Ce qui nous laisse penser que le risque chez Bouygues Immobilier est bien sous contrôle. C'est évidemment une force, alors que la rentabilité de ces métiers est supérieure à celle des métiers de travaux.

5.3. Vers une amélioration du cycle de la construction en France

La majorité des indicateurs avancés ou des indicateurs d'activités confirment que le secteur est proche du bas de cycle en France, voire l'a atteint pour certains métiers. C'est vrai pour quasiment tous les segments de marché et c'est naturellement un support positif fort pour l'ensemble du secteur, en particulier pour les groupes de construction Vinci, Eiffage ou Bouygues.

En France, le bâtiment va mieux, les travaux publics, moins mal

Du côté du marché du matériel de BTP, les indicateurs de la DLR (Fédération Nationale des Distributeurs, Loueurs et Réparateurs) sont également bien orientés : le chiffre d'affaires des distributeurs de matériel a progressé de 32% y/y sur le T2 (avec néanmoins peu de participants à l'enquête de la DLR) et celui des loueurs de matériel de 6%.

Please see the section headed "Important information" on the back page of this report.

Fig. 25: France tableau de bord

y/y % unless otherwise stated	Q115	Q215	Q315	Q415	Q116	Q216	FY16e
Cement consumption (SFIC)	-9.9	-6.1	-7.0	1.2	1.9	-	flattish
Aggregates shipments (Unicem)	-14.7	-9.8	-8.4	-2.6	-0.7	-2.0	-1.0
RMX shipments (Unicem)	-10.1	-7.1	-7.4	0.3	0.9	-1.1	1.0
Bricks shipments (Unicem)	-10.4	-12.0	-8.5	-0.6	3.1	-0.2	-
Tiles shipments (Unicem)	-13.9	-4.3	-8.6	-4.7	2.6	-6.4	-
Total Matériaux	-	-8.2	-7.9	-0.6	1.5	-2.6	-
Lead indicators							
Housing start (gov.)	-2.2	-0.9	5.1	4.4	4.3	5.4	-
Housing permits (gov.)	-10.7	4.4	2.4	14.6	6.7	12.1	-
Sales (réservations) (gov.)	18.6	28.0	20.4	11.0	17.7	18.7	15 to 20
Non-res. volumes (surface - starts)	-13.0	-8.2	-9.0	-2.9	9.9	-	-
By market segments							
New Residential (FFB)	-	-	-	-	-	-	5.5
New Non-residential (FFB)	-	-	-	-	-	-	-5.3
New	-	-	-	-	-	-	1.6
Renovation (FFB)	-	-	-	-	-	-	0.4
Total Building (FFB)	-	-	-	-	-	-	0.9
Public works (FNTP)	-12.0	-6.0	-7.0	-	0.0	0.0	-3.0
o/w RoadWorks (URSIF)	-22.1	-11.7	-12.1	-	0.0	-2.5 for H1	-1.5

Sources : Unicem, SFIC, FFB, FNTP, CAPEB, INSEE, URSIF, French Minister of Ecologie, Bryan, Garnier & Co

Le CA des distributeurs de matériel a progressé de 32% y/y sur le T2 et celui des loueurs de matériel de 6%.

Dans les travaux publics en France, les tendances des enquêtes d'opinion sont cohérentes avec les volumes de travaux réalisés. L'amélioration est nette en 2016. L'URSIF a récemment indiqué que le chiffre d'affaires du secteur des travaux routiers en France avait progressé de +15.3% y/y en août, soit un recul très limité de -1% YTD.

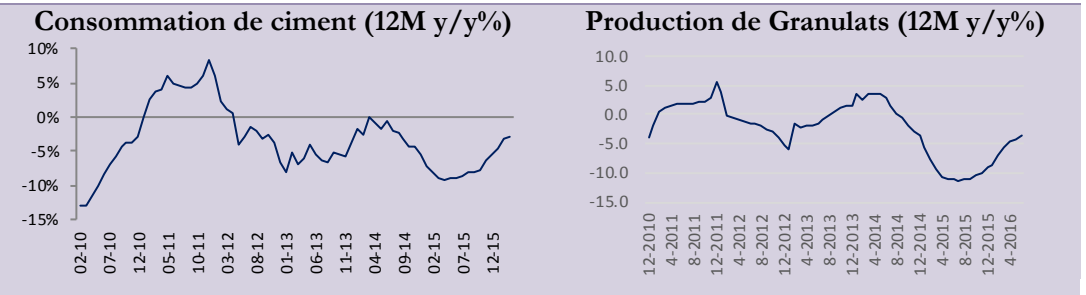
Fig. 26: Bas de cycle pour les Travaux Publics


Sources : INSEE, FNTP, Bryan, Garnier & co

Nous observons des tendances similaires sur le marché des matériaux de construction. La consommation de ciment en France est en hausse de +2% YTD (à fin mars) et la production de granulats en baisse de -1.6% à fin juin. Pour autant, si ce sont des indicateurs intéressants à suivre, le groupe Bouygues, tout comme Vinci ou Eiffage, est en mesure, en quelque sorte, de « battre le marché », par leur capacité à remporter des marchés peu accessibles aux groupes de taille plus modeste.

La production de granulats s'améliore mais reste en retrait à fin juin : -1.6% y/y en YTD et -3.5% sur 12 mois glissant

Fig. 27: Redressement graduel du marché des matériaux de construction



Sources : SFIC, Unicem, Bryan, Garnier & co

Le segment du résidentiel neuf est clairement bien orienté, porté par un environnement porteur : des taux historiquement bas, le dispositif Pinel, l'amélioration du Prêt à taux zéro, voire un indice de confiance des ménages relativement solide. Tout cela se retrouve dans un très net rebond des réservations dans la promotion immobilière. Moins dans les mises en chantier et les permis, mais l'amélioration graduelle est pour autant très nette. Les réservations de Bouygues Immobilier sont en progression de +22% y/y à fin juin en France, une performance légèrement au-dessus de celle du marché.

Indice de confiance des ménages



Source: Insee, Bryan, Garnier & co

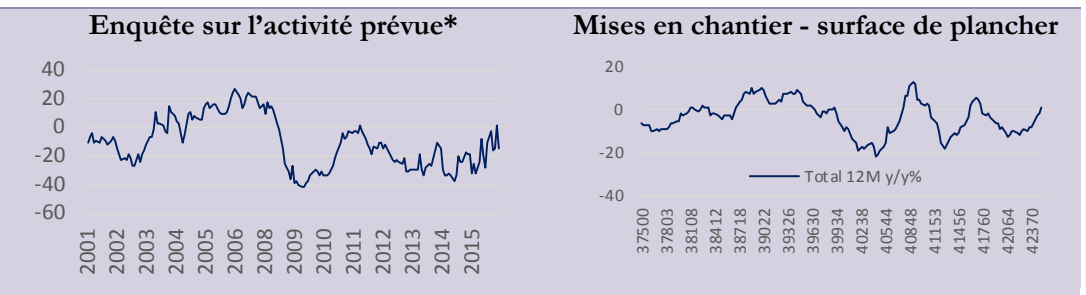
Fig. 28: Bâtiment Résidentiel – effet support très net du dispositif Pinel



Sources : Ministère de l'Environnement, Bryan, Garnier & co

Le non-résidentiel donne également des signes de retournement. Les mises en chantiers sont en hausse de près de 1% sur 12 mois glissants à fin mai et les enquêtes de l'Insee sont également plutôt bien orientées.

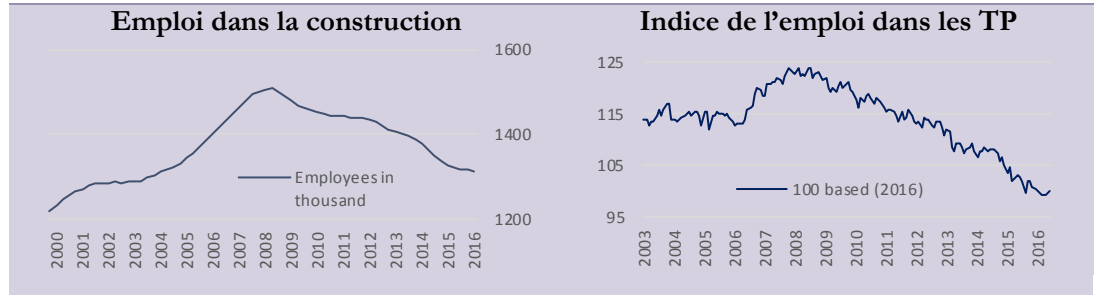
Fig. 29: Bâtiment non Résidentiel graduellement mieux orienté



* bâtiment neuf hors logement, corrigé des variations saisonnières
Sources : Insee, Ministère de l'Equipement, Bryan, Garnier & co

Fig. 30:

Fig. 31: Emploi en creux de cycle

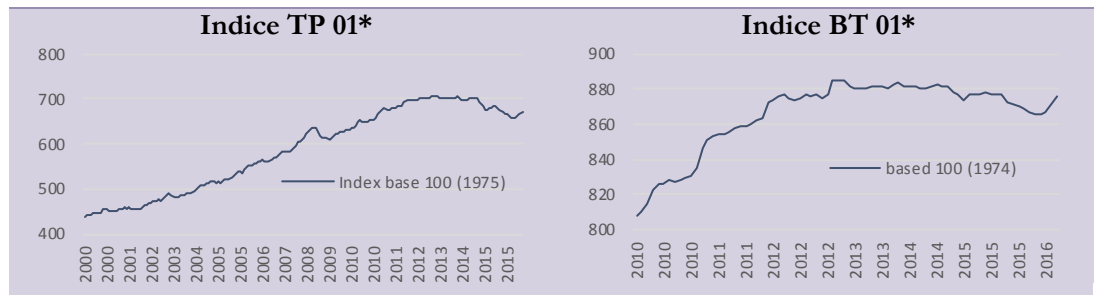


Sources : INSEE, FNTP, Bryan, Garnier & co

Pas de surprise au niveau de l'emploi, toujours sous pression. On observe une certaine stabilisation néanmoins, plus récemment. Tout cela pourrait confirmer que nous nous situons vraisemblablement, proche du creux de cycle.

Enfin, les prix sont stables, globalement. Mais on gardera à l'esprit que dans les travaux routiers en particulier, la baisse est réelle. Sur la baisse de -10.5% du chiffre d'affaires d'Eurovia (Vinci) au T1 2016, la moitié est expliquée par la baisse des prix. C'est aussi la baisse des prix qui explique des marges opérationnelles sous pression (inférieures à 3% pour Colas en 2014 et 2015).

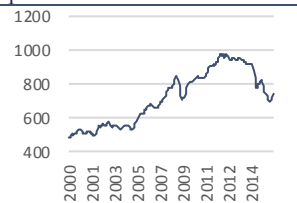
Fig. 32: Stabilisation des prix



Re-basé à partir des données d'octobre 2014

Sources : INSEE, Bryan, Garnier & co

Indice TP des travaux de pose d'enrobés*



* rebasé à partir des données d'octobre 2014
Source: Insee, Bryan, Garnier & co

6. Bouygues Construction

Bouygues Construction pèse 36% du CA de Bouygues et 37% de l'EBIT courant. Des chiffres comparables à ceux de Colas.

6.1. Une présence marquée à l'international

Bouygues Construction intègre la construction à proprement parler, c'est-à-dire l'activité « Bâtiment et Travaux Publics » et l'ingénierie électrique (entre autres) avec Bouygues Energy & Services (anciennement ETDE), qui regroupe les métiers d'infrastructures de réseaux, de *facilities management* et de génie électrique et thermique. Bouygues Energy & Services ne pèse que 18% du chiffre d'affaires et 14% du résultat opérationnel de Bouygues Construction. Par ailleurs, Bouygues Construction est encore plus international que Colas, avec en particulier une exposition marquée à l'Asie et au Moyen Orient (24% du CA). Le groupe est notamment présent à Hong Kong et Singapour.

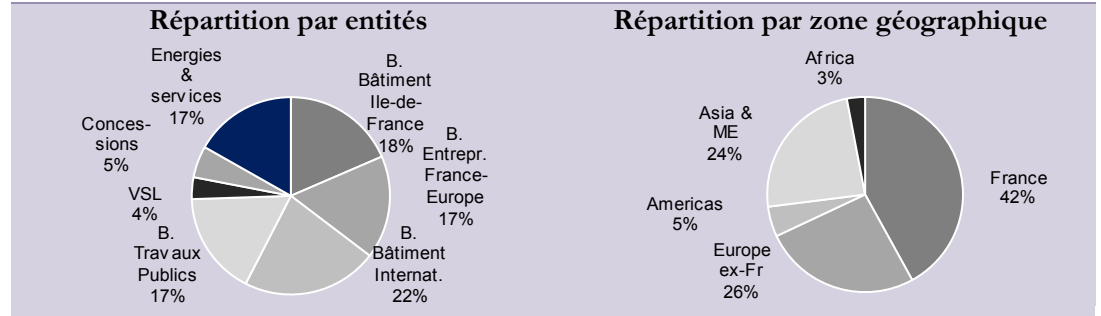
Le groupe est organisée autour de 8 entités

- Bouygues Bâtiment Ile-de-France, actif dans les domaines des équipements publics, de non-résidentiel privé, du logement et du génie industriel. On y retrouve en particulier l'entreprise Brézillon, mais aussi le développeur immobilier *linkcity* ;
- Bouygues Entreprise France-Europe, présent hors région parisienne en France et dans les pays proches (Belgique, Suisse, Monaco, Espagne).
- Bouygues Bâtiment International, actif à travers le Monde.
- Bouygues Travaux Publics, présente en France et à l'International dans les ouvrages de génie civil.
- Bouygues Concessions, qui gère plusieurs infrastructures de transports à travers le monde. C'est un pôle de moindre envergure que le pôle de Vinci ou même d'Eiffage. Pour mémoire, Bouygues n'a pas souhaité participer au processus de privatisation des sociétés concessionnaires d'autoroutes de fin 2005 début 2006.
- Deux entités présentes dans des spécialités :
 - VSL, dans la précontrainte (qui améliore les qualités de résistance du béton à la pression), et active sur les marchés de ponts à haubans, de la consolidation des sols,
 - DTP, dans le terrassement (travaux routiers, mines à ciel ouverts...). La société possède directement quelques 1300 engins.
- Enfin, Bouygues Energies & Services, présent, à l'image de Vinci Energies, Eiffage Energies ou Spie, dans des métiers très variés : réseau d'énergies (électricité, eau, gaz...) infrastructure télécom (haut-débit, réseaux mobiles...), système de communication/IT (voix, données), éclairage public, génie électrique (courants forts, courant faibles... apporter l'électricité chez le client au travers la conception, installation, maintenance d'infrastructures électriques) et climatique (chauffage, climatisation, ventilation), maintenance industrielle, *facility management* (maintenance des bâtiments, services divers...), mise en lumière (monuments historiques), sûreté (vidéo-surveillance, contrôle d'accès...).

Un portefeuille de Concessions non communiqué mais certainement modeste comparé à celui de Vinci

Un pôle *Energies* en devenir, dont le CA est 5x plus modeste que celui de Vinci Energies et 1.8x celui d'Eiffage Energies – pour une marge op. inférieure de 230bps et 140bps, respectivement.

Fig. 33: Chiffre d'affaires : grande diversité par zone et métier



Source: Bouygues Construction, Bryan, Garnier & Co ests.

6.2. En attendant le Grand Paris

Le carnet de commande est quasi-stable (-1% y/y) à fin juin 2016, à EUR18,7md, dont 56% hors de France. Les prises de commandes sur le premier semestre sont en retrait de 11%, mais d'une part elles progressent de 5% hors NorthConnex (tunnel autoroutier bitube réalisé en Australie au S2 2015 pour EUR895m) et d'autre part elles ne reflètent qu'imparfaitement la dynamique du groupe à l'instant *t*. Les prises de commandes sont par nature très volatiles et un seul projet peu sensiblement impacter les variations trimestrielles ou même semestrielles.

Fig. 34: Consolidation du carnet de commandes



Source: Bouygues Construction, Bryan, Garnier & Co ests.

On pourra en particulier souligner qu'un certain nombre de contrats d'envergure n'ont pas encore été intégrés dans le carnet de commandes à fin juin 2016, en particulier la première tranche de EUR840m du contrat de l'extension en mer de Monaco. Ce contrat seul est équivalent à ~4.5% du carnet à fin juin. Par ailleurs, le groupe devrait continuer d'être un des grands bénéficiaires du Grand Paris.

Combinés, le Grand Paris Express et l'extension d'Eole représente quelques EUR30md de travaux d'ici 2030.

6.2.1. Le nouveau Grand Paris

On considère généralement **1)** d'une part, pour environ EUR25md, le Grand Paris Express, qui comprend 4 nouvelles lignes de métro supplémentaires aux alentours de Paris (dont la ligne 15 en rocade autour de la capitale, mais aussi la 17 qui passera par l'aéroport CDG) et deux extensions (ligne 14 vers St Denis au Nord et Orly au Sud et la ligne 11 vers l'Est à partir de la station Mairie des Lilas) et **2)** d'autre part l'extension de 55km vers l'Ouest d'Eole, le RER E, pour un peu moins de EUR4md.

Combiné, cela représente des travaux de l'ordre de EUR30md d'ici 2030, soit environ EUR2md par an ; auquel il convient d'ajouter des travaux connexes, qui pourraient ajouter de EUR2md à EUR3md

par an. Le montant total consacré aux infrastructures de transport pourrait ainsi avoisiner les EUR5md par an, à comparer à un marché de travaux publics de EUR40md. Si cela est significatif, on peut rappeler que les travaux publics sont en train de graduellement sortir d'une période compliquée, avec un quart de l'activité perdue depuis 2007/2008 selon la FNTP, soit plus de EUR10md. Il faudra donc davantage que le Grand Paris et Eole pour rééquilibrer le marché, mais c'est néanmoins bien évidemment un (grand) pas dans le bon sens.

Le financement est assuré par des recettes fiscales affectées à la Société du Grand Paris, qui pourra par ailleurs lever de la dette et bénéficier des recettes commerciales liée à l'exploitation de ouvrages le cas échéant. L'Etat pourra également apporter son soutien financier.

Bouygues est évidemment très bien placé pour capter une part de marché importante que ces travaux essentiellement souterrains, complexes et a priori accessibles en priorité aux grands groupes.

■ Plusieurs projets ont été récemment attribués :

- Le groupe Bouygues s'est vu attribuer en groupement avec Eiffage le chantier, pour le projet EOLE (prolongement du RER E vers l'Ouest Parisien) d'une gare à porte Maillot, combiné à un tunnel de 6.1 km entre Saint-Lazare et la Défense. La quote-part de travaux pour Bouygues s'élève à EUR200m. De son côté, Vinci a remporté avec Spie Batignolles la construction d'une nouvelle gare sous le CNIT à la Défense et de ses tunnels adjacents). C'est un contrat de EUR496m, avec des travaux s'étalant de mi-2016 à 2021. Ce sont des travaux complexes (souterrains, tunnels) dans un environnement contraignant
- Par ailleurs, Bouygues a gagné, toujours dans la cadre du Grand Paris, le contrat d'un éco quartier à Bagneux pour EUR80m, qui bénéficiera du prolongement de la ligne 4 et de la gare du Grand Paris pour la ligne 15.
- Le groupe est également en charge, avec Colas, du prolongement de la ligne 14 dans la zone des Batignolles, ainsi que de la gare de Fort d'Issy-Vannes-Clamart pour la ligne 15.

6.2.2. Autres projets clés

- Le groupe a gagné le contrat de l'extension en mer de Monaco. C'est un projet de taille particulièrement importante, avec des travaux de l'ordre de EUR1md. La première tranche prise en commande s'élève à EUR840m et n'est toujours pas intégrée au carnet de commandes.
- On soulignera également quelques prises de commandes sur le premier semestre, en particulier dans le bâtiment : éco-quartier de Bâle (EUR130m), du résidentiel à Nyon (EUR110m) et le projet « Green City Zurich » (EUR100m) pour la Suisse, ainsi que des projets résidentiels en Inde (EUR100m) et à Singapour (EUR100m).

6.3. Marge opérationnelle en hausse dès 2017

Principe comptable : le chiffre d'affaires est déterminé selon la méthode de l'avancement. Il correspond à l'estimation la plus récente du prix de vente du chantier, multiplié par le taux d'avancement du chantier, c'est-à-dire le taux d'avancement physique des travaux.

Au niveau des *cash flow*, le constructeur reçoit en général de avances sur travaux puis se fait rémunérer à l'avancée du chantier. Les charges sont reconnues au fur et à mesure de leur apparition. S'il s'avère qu'un chantier est susceptible de ne pas générer de profits, une provision pour perte finale est passée.

Fig. 35: Chiffres clés

EURm	2013 PF	2014 PF	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
Building & civil works	9586	10049	9857	9561	9705	9996	10296
Energies & services	1515	1677	2118	2089	2120	2184	2250
Sales	11101	11726	11975	11650	11825	12180	12545
Building & civil works y/y%	5.4	4.8	-1.9	-3.0	1.5	3.0	3.0
Energies & services y/y%	-1.7	10.7	26.3	-1.4	1.5	3.0	3.0
Sales y/y%	4.3	5.6	2.1	-2.7	1.5	3.0	3.0
Current operating profit	437	335	349	339	362	391	422
Current op. margin (%)	3.9	2.9	2.9	2.9	3.1	3.2	3.4
Net profit group share	277	254	276	283	308	327	346
Cash Flow clean	400	250	656	407	413	429	446
Free Cash Flow	241	78	442	190	193	202	212
FCF (as reported)	331	199	154	229	236	249	262
Net cash (+) / debt (-)	3006	2900	3272	3187	3098	2993	2881

Source : Bryan, Garnier & co

Fig. 36: Ratios clés

EURm	2013 PF	2014 PF	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
Gearing (%)	-329	-345	-350	-333	-311	-291	-270
Net debt / EBITDA (x)	-4.5	-4.6	-6.1	-5.9	-5.5	-5.0	-4.6
EBIT	437	335	349	339	362	391	422
EBIT margin (%)	3.9	2.9	2.9	2.9	3.1	3.2	3.4
Tax (%)	35.8	33.4	31.8	31.8	31.8	31.8	31.8
NOPAT	281	223	238	232	247	267	288
Capital Invested	-1229	-962	-1214	-1205	-1193	-1174	-1148
ROIC (%)	-22.8	-23.2	-19.6	-19.2	-20.7	-22.7	-25.1

Source : Bryan, Garnier & co

7. Colas : générateur de FCF

7.1. Fondamentaux solides

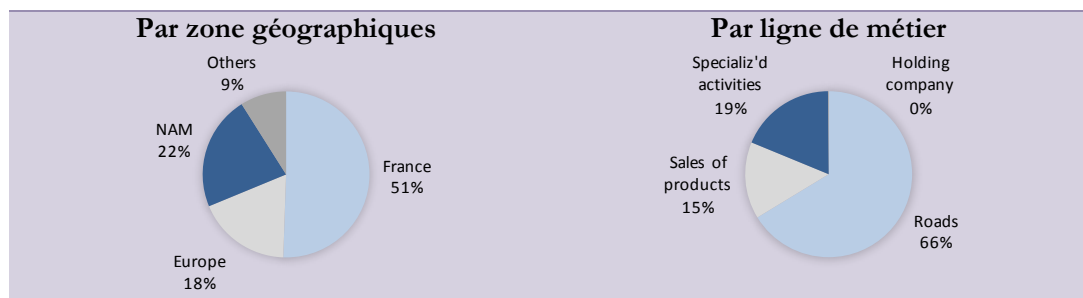
En 2015, Colas pèse 46% du chiffre d'affaires du pôle construction et 37% du chiffre d'affaires du groupe Bouygues. En termes de génération de cash, l'impact est encore plus net puisque 56% du FCF (tel que publié par la société) du pôle Construction est généré par le pôle travaux routiers (en 2015, sachant que le FCF publié est négatif en consolidé).

56% du FCF du pôle Construction est généré par Colas

Un peu plus de la moitié de l'activité est située en France. Cela en fait la *major* de la route la plus présente à l'international (49% du CA vs 43% pour Eurovia du groupe Vinci et sans doute autour de 20% pour Appia du groupe Eiffage), en particulier aux Etats-Unis (un cinquième du chiffre d'affaires est réalisé en zone Amérique du Nord). Si deux tiers de la *top line* sont réalisés dans les travaux routiers proprement dit (pose d'enrobés), 15% du CA est généré par la vente de matériaux (granulats, enrobés...) à des tiers et quasiment un cinquième par des activités de spécialités (plutôt en France), en particulier les voies ferrées avec Colas Rail, y compris au Royaume-Uni avec plusieurs contrats de maintenance ferroviaire. A ce titre, Colas Rail Ltd a remporté en groupement (part Colas de 60%) le contrat de GBP1.2bn sur 10 ans des travaux d'extension du tramway de Birmingham.

Pas seulement la route : 20% du CA réalisé par les activités de spécialité, dont le rail

Fig. 37: Répartition du chiffre d'affaires de Colas en 2015



Sources : Colas, Bryan, Garnier & co

La marge opérationnelle courante de Colas reste plutôt stable sur longue période, même si certains éléments ont pu peser sur la rentabilité certaines années. En 2014 et 2015 en particulier, la vente de produits raffinés (filiale SRD) aura entraîné une perte opérationnelle courante de EUR64m et EUR77m respectivement. L'activité aura été pénalisée par la baisse du prix du baril et par des marchés difficiles en Europe de l'Ouest, qui ensemble auront entraîné la baisse du prix des produits raffinés (bitume, lubrifiants, fuels...) alors que les matières premières nécessaires au processus de production (pétrole brut réduit) n'auront pas vu leur prix baisser autant. SRD est actuellement en cours de fermeture et ne génère plus de CA (Bouygues cherche un repreneur sur l'activité de stockage).

Corrigé de la perte de 77 millions d'euros en 2015 pour un chiffre d'affaires de EUR120m, la marge opérationnelle courante de Colas aurait été de 3.6%.

Fig. 38: Marge opérationnelle courante sur longue période

EURm	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Current operating profit*	220	299	292	262	289	422	524	638	682	541	365	466	406	390	332	344
Operating margin (%)	3.4	4.1	3.9	3.5	3.6	4.4	4.9	5.5	5.3	4.7	3.1	3.8	3.1	3.0	2.7	2.9
Op. margin adjusted from SRD (%)**	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3.4	3.5	3.3	3.6

* résultat courant à partir de 2005

** SRD n'est pas consolidée avant 2012

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Quoi qu'il en soit, la marge reste solide, quasiment toujours au-dessus des 3%, alors que le chiffre d'affaires est sous pression (-3.5% en 2013 et 2014), pénalisé par un marché français des travaux routiers en crise (CA du marché routier en France en baisse de -11% en 2014 et de -8% en 2015). Cette résilience de la marge, que l'on retrouve également chez Eurovia (Appia ne publie plus de comptes séparés et est désormais intégré au pôle infrastructures d'Eiffage), s'explique par plusieurs facteurs spécifiques à Colas et à son métier :

Des fondamentaux solides :

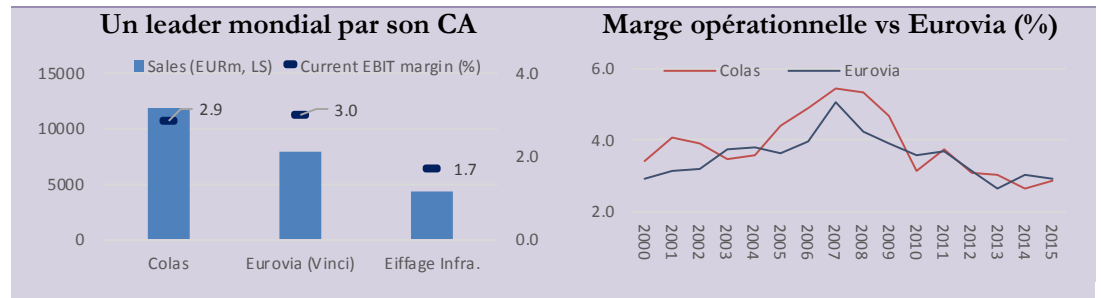
1) taille modeste des contrats en moyenne ;

2) une bonne maîtrise des coûts ;

3) le poids de l'international

- Un chiffre d'affaires composé en majorité d'une multitude de projets de taille modeste : près d'une centaine de milliers par an de 100.000 euros en moyenne. A noter qu'une part importante de l'activité est générée par la maintenance (70% des travaux pour le secteur en France selon l'USIRF), davantage récurrente que les travaux neufs et de taille forcément plus réduite.
- Une capacité à absorber les variations du prix du bitume. Elles sont directement répercutées aux clients. Dans le cas des contrats les plus longs, des clauses d'indexation existent. Colas peut également stocker du bitume, voire se *hedger*.
- Colas est verticalement intégré : le groupe possède 714 carrières et gravières à travers le monde, 129 usines d'émulsion et liants, 553 centrales d'enrobages, 197 centrales de béton prêt à l'emploi et une usine de production de bitume (non compris SRD, à l'arrêt). Ces actifs lui ont permis de produire 95 millions de tonnes de granulats en 2015 ou, par exemple, 39 millions de tonne d'enrobés ou *Asphalt Mix*. Les réserves autorisées de granulats sont de 2.6 milliards de tonnes, soit 31 années de production. Cette politique d'intégration verticale permet à Colas de maîtriser son approvisionnement, de contrôler la qualité des produits et d'éviter (si possible) d'acheter – en l'occurrence plus cher – à des tiers.
- Une organisation très décentralisée, afin d'être proche des clients (dont plus de la moitié sont des collectivités locales) et d'optimiser l'approvisionnement en matériaux. C'est un type d'organisation que nous pensons usuel dans le secteur.
- Une capacité à maîtriser ses coûts, en particulier les charges de personnel (~30% des coûts opérationnels), grâce aux contrats à durée déterminée et dans une moindre mesure à la sous-traitance. A noter qu'aux Etats-Unis, les contrats dits saisonniers peuvent représenter jusqu'à la moitié des contrats totaux en période de forte activité.
- La capacité à développer l'international. L'Amérique du Nord, en particulier, génère en 2015 une marge opérationnelle de 5%, nettement supérieure à celle du groupe, grâce peut-être au poids relatif plus important de la vente de produit dans son mix (25% contre 10% environ en France).

Fig. 39: Marge opérationnelle (courante) de Colas



Sources : Colas, Vinci, Eiffage, Bryan, Garnier & co

7.2. Tendances

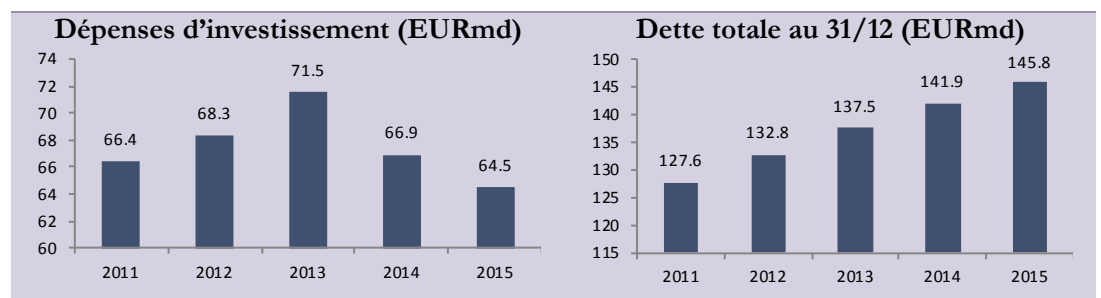
7.2.1. Sortie de récession en France

Le marché des travaux routiers, qui pèse en 2015 EUR12md de chiffre d'affaires sur les ~EUR40md générés par le secteur des travaux publics, est en récession depuis quasiment une décennie. L'activité a reculé de 35% en sept ans (à 2015) selon l'URSIF, essentiellement sous l'effet de la baisse des investissements des collectivités locales (principalement les communes et dans une moindre mesure les départements et régions), qui pèsent pour 50% dans le CA de la profession, pénalisé par la combinaison d'éléments défavorables :

Un secteur en récession depuis sept années

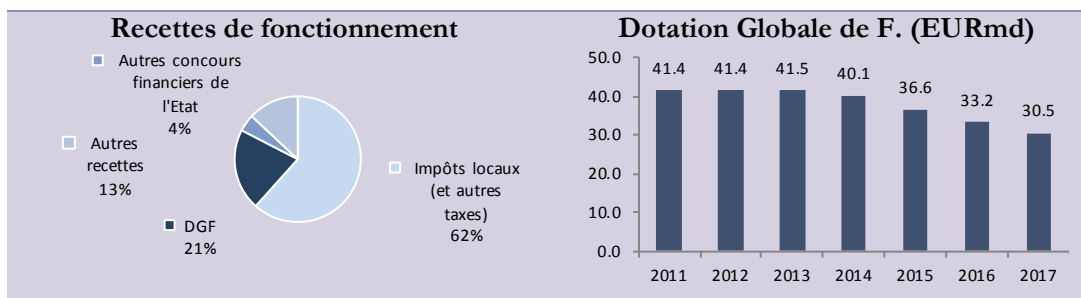
- La crise économique de 2008, qui a pesé sur les acteurs économiques et les ménages et donc les impôts locaux collectés, qui représentent environ 60% des recettes des collectivités
- Les élections municipales de mars 2014. Les équipes nouvelles qui se mettent en place après un élections ont en général l'habitude de prendre du recul sur les projets de l'équipe précédente et cela se traduit par une pression sur les travaux routiers.
- La baisse des dotations de l'Etat aux collectivités locales, au travers la baisse de la DGF (dotation globale de fonctionnement) de EUR11md entre 2014 et 2017 : EUR1.5md en 2014, EUR3.5md sur 2015 et 2016 et EUR2.6md sur 2017 - contre EUR3.6md avant l'annonce de François Hollande de juin dernier. La réduction d'un milliard concerne uniquement les communes, qui voit leur baisse initiale de EUR2md réduite à EUR1md. A noter que sur les quelques EUR190m de recettes des collectivités locales en 2014, environ un cinquième (EUR40md) provenait de la DGF.

Fig. 40: Investissement et endettement des collectivités locales*



* Ensemble des collectivités territoriales : Communes, groupements à fiscalité propre, départements et régions
Source : Rapport de l'Observatoire des Finances Locales ; Bryan, Garnier & co

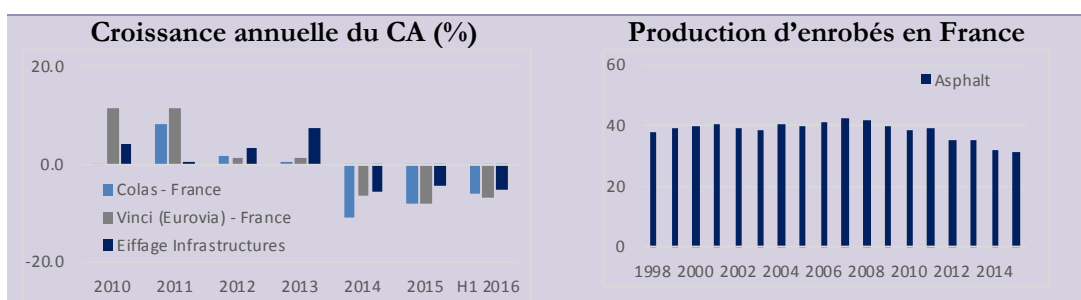
Fig. 41: Poids et évolution de la dotation globale de fonctionnement



DGF : Dotation Globale de Fonctionnement

Source : les Echos d'après la DGFiP ; Rapport de l'Observatoire des Finances Locales ; Bryan, Garnier & co

Fig. 42: Performance comparée des trois majors



Source : Société, URSIF, Bryan, Garnier & co

7.2.2. Pourquoi la situation pourrait se stabiliser :

Au-delà des commentaires des professionnels qui considèrent que le cycle de la route a touché un point bas en France, il existe plusieurs éléments susceptibles de soutenir le secteur graduellement à partir de la seconde moitié de 2016 et en 2017 :

- Tous les commentaires des majors de la route (Colas, Eurovia, Eiffage) considère que le marché des travaux routiers a aujourd'hui touché un point bas. La dernière enquête mensuelle de l'URSIF (Union des Syndicats de l'Industrie Routière Française) le confirme : le chiffre d'affaires du secteur a progressé de +15.3% y/y en août, même s'il reste en baisse depuis le début de l'année de -1%. Le carnet de commandes de la profession à fin août 2016 est en hausse de 3.7% vs celui de fin août 2015.
- La **situation des collectivités locales** (premier client de la route) est (un peu) meilleure
 - Annoncée début juin dernier par le Président Hollande, la moindre baisse en 2017 des dotations vers les collectivités, améliore d'un milliard d'euros leurs perspectives budgétaires.
 - Annoncé simultanément, le fonds de soutien à l'investissement local d'un milliard d'euros lancé en janvier 2016, est reconduit et augmenté de EUR200m pour 2017. Nous ignorons la part finalement investi à ce jour du premier milliard, dans la mesure où tout investissement n'était pas forcément éligible au fonds. En particulier, EUR500m devaient être consacrés à des projets de rénovation thermique, de développement des énergies renouvelable, de construction de logements et d'équipements publics en cas d'accroissement de la population, entre autres.

Creux du cycle de la route en 2016

La santé financière un peu meilleure des collectivités locales (premier client du secteur)

- La hausse des transactions de l'ancien va se traduire par davantage de recettes pour les collectivités, au travers les DMTO (droits de mutation à titre onéreux, directement liés à l'évolution du nombre de transactions immobiliers et à leur prix), qui représentent l'essentiel des frais de notaire. Les transactions dans l'ancien ont ainsi progressé de 16% en 2015 et de 18% en 2016 à fin mai.
- Cette dynamique s'explique à la fois par des bases de comparaisons favorables (ou une remontée du cycle des transactions), un environnement de taux bas (1.77% en moyenne, hors coût assurance/sureté et toutes durées confondues, selon les Echos du 2 juin dernier citant l'Observatoire Crédit Logement/CSA) et au succès du nouveau Prêt à Taux Zéro. Le PTZ (toujours sous conditions de ressources) peut désormais (depuis le 1er janvier 2016) financer jusqu'à 40% (contre 18% à 26% précédemment) du montant du coût total d'une acquisition d'une « première » résidence principale, y compris dans l'ancien à la condition que des travaux (modernisation, aménagement...) représentent 25% du coût global de l'opération (au moins un tiers de la valeur d'achat). Les conditions de remboursement sont également assouplies (les ménages les plus modestes pourront ne rien rembourser pendant 15 ans).
- Cela étant dit, sur les quelques EUR200md de ressources, environ 55% proviennent de la fiscalité locale, dont les droits de mutations ne représentent qu'une part relativement modeste. Ainsi, les recettes fiscales générées par les droits de mutations (égal à 5.7% du prix de cession, dont 1.2% pour la part communale) sont élevées à EUR12md en 2015.

Fig. 43: Recouvrement des droits de mutation à titre onéreux

en millions d'euros (France hors Mayotte)	2013	2014	2015*	2015*/2014
Départements	7350	7914	9276	17.2%
Communes	2165	2138	2366	10.6%
Total	9515	10052	11642	15.8%

* y compris les droits de mutation départementaux de la métropole de Lyon (EUR230m)

Source: DGFIP, Médoc; Bryan, Garnier & Co est.

- Enfin, Standard & Poors a souligné qu'en 2015, les collectivités locales n'ont pas eu besoin de recourir à l'emprunt pour faire face à leurs investissements. Naturellement, une partie de cette amélioration provient naturellement du recul des investissements. (Les Echos, 5/10/16).
- S'il soutient les transactions immobilières, un environnement de taux bas favorise également une politique publique de relance par l'investissement dans les infrastructures.

■ Davantage de travaux côté Autoroutes

- Le plan de relance autoroutier de EUR3.2md signé en 2015 (qui ne correspond pas à une politique de relance publique car l'Etat ne finance rien) devrait générer des travaux à partir de la fin 2016. Colas devrait y participer, dans la mesure il a été négocié avec le gouvernement qu'environ la moitié des travaux soit confiée à des sociétés de construction indépendantes des sociétés concessionnaires.
- On peut également espérer que le gouvernement réussisse à finaliser les négociations sur le nouveau plan d'investissements d'un milliard d'euros annoncé par le Secrétaire d'Etat au transport Alain Vidalies le 18 septembre 2016. Il est vraisemblablement un peu tôt pour considérer ce nouveau plan comme acquis, le financement n'étant toujours pas finalisé. Le scénario le plus favorable se traduirait par un début des travaux fin 2017.

Un peu de soutien avec le (les ?) plan de relance autoroutier

7.2.3. Brexit : quel risque pour Colas ?

Le groupe Bouygues réalise EUR2md de chiffre d'affaires au Royaume-Uni, dont environ la moitié pour Colas. Si le risque sur l'activité exposée au résidentiel immobilier nous semble réel, les activités de Colas, davantage actif dans la maintenance du réseau routier et du réseau ferré (en général au travers de contrats de 5 à 8 ans, voire 10 ans comme le contrat récemment gagné à Birmingham) nous semble plus limité. De plus, Colas est bien positionné pour bénéficier du plan d'infrastructures au Royaume-Uni : GBP15md d'ici 2020 (1300 miles de nouvelles voies). Enfin, l'activité est locale et l'impact de la baisse de la livre sterling est donc essentiellement au niveau de la consolidation en euros des comptes. Il pourrait éventuellement avoir un effet mix négatif sur la marge consolidée de Colas mais jusqu'à présent le groupe n'a pas montré d'inquiétude sur le sujet. Par ailleurs, on pourra souligner que le groupe se *hedge* sur la Livre.

Brexit : Colas moins à risque que les activités immobilières

Pour autant, on peut difficilement nier qu'une récession aurait des conséquences négatives sur la marche des affaires. Une récession marquée pourrait également contrarier une relance budgétaire par le gouvernement.

7.2.4. Présence clé aux Etats-Unis

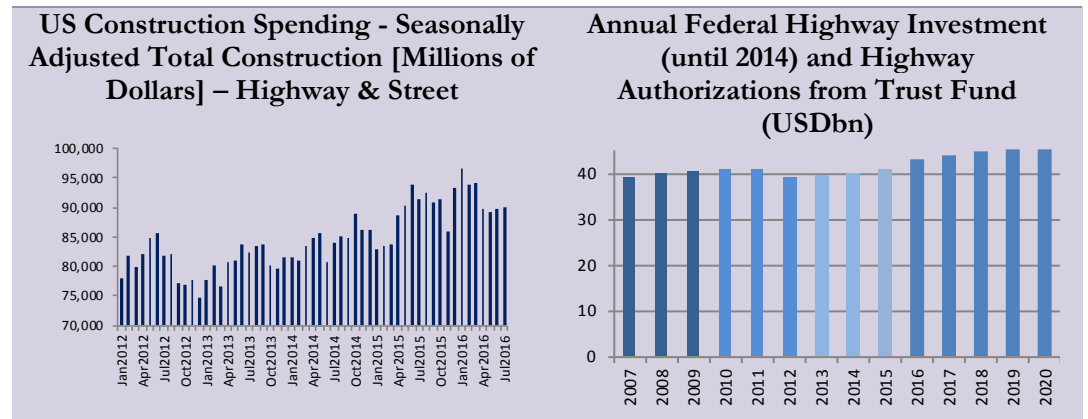
En Amérique du Nord, Colas est particulièrement présent à l'Est des Etats-Unis, au Centre et dans les Rocheuses. Le groupe est également actif dans la partie Ouest du Canada, la plus exposée au secteur du oil&gas. Au Canada, le groupe devrait bénéficier du plan Trudeau, qui prévoit CAN125md d'investissement dans les infrastructures sur 10 ans.

Aux Etats-Unis, le groupe devrait également bénéficier de la signature du plan d'infrastructures : le FAST Act. Le *Fixing America's Surface Transportation Act* correspond à une enveloppe d'investissement de USD305md sur 5 ans, dont environ USD225md pour les autoroutes, soit USD45md par an en moyenne contre USD41md en 2015. C'est un niveau d'investissement annuel qui n'est pas significativement plus élevé de ce qui a été consacré depuis plusieurs années aux Etats-Unis. En revanche, c'est la première fois qu'un plan d'une visibilité au-delà des deux années est signé depuis 2005. Cette visibilité accrue devait commencer à porter ses fruits.

USD225md de financement pour les autoroutes sur 5 ans aux Etats-Unis

Le financement au niveau fédéral pèse pour 30% de l'enveloppe globale consacré aux autoroutes par an (USD160md). Le principe est le suivant : pour qu'un Etat puisse bénéficier de ce financement, il doit de son côté finaliser le projet pour lequel il souhaite obtenir le financement et y abonder.

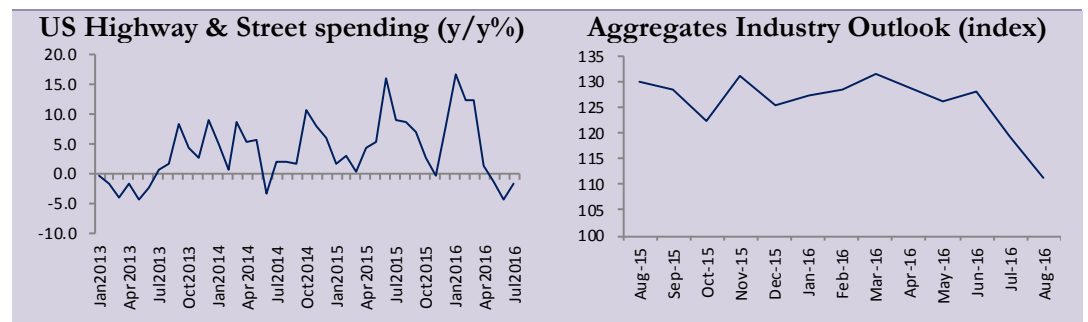
Fig. 44: Dépenses de construction aux US et autorisations de financement



Sources:

Pour autant, il n'est pas illégitime de s'interroger sur la pérennité des tendances dans la construction aux E-U. La dynamique des dépenses de construction s'est considérablement amoindrie en 2016, même si elle demeure positive. De plus l'indice « *Aggregates Industry Outlook* », une enquête mensuelle auprès des professionnels du secteur des matériaux, s'est considérablement détérioré récemment.

Fig. 45: Quelques incertitudes aux Etats-Unis



Sources: *Census bureau (Construction spending); Aggman.com (aggr. industry outlook); Bryan, Garnier & co*

7.3. Vers un rebond des marges

Dans la mesure du possible, nous nous efforçons de maintenir, pour l'exercice en cours, une cohérence entre la dynamique du carnet et l'évolution du chiffre d'affaires. On s'abstiendra de trop modéliser au-delà, à cause de la multitude de projets de taille moyenne dans ce type d'activité et une visibilité offerte par le carnet somme toute modeste, limité à 5/7 mois. Pour 2016, nous appliquons la guidance (crédible selon notre jugement) de la société, à savoir une baisse du chiffre d'affaires en organique d'environ -2%, un effet devise négatif (dollar canadien et livre sterling) et la sortie de SRD et de certaines activités asiatiques (cédées à Tipco début 2016). Pour le moyen terme, nous appliquons graduellement une croissance proche de celle observée en France et à l'international depuis 2006, soit 0% (contre -0.4% observé depuis 2006) pour la France et 3% (vs 3.3% observé) pour l'international. Nous voyons peu de raisons de croire que l'environnement macro actuel en France puisse se traduire par un rebond des volumes.

Concernant la marge opérationnelle, il nous est difficile d'être franchement agressif et restons proches des 3%. La cession de certaines entités asiatiques à Tipco, dont la marge opérationnelle approche les 8%, devrait peu diluer la marge de Colas (entre 5bps à 10 bps d'impact estimé). Bien sûr, il est tout à fait possible que les marges atteignent de nouveau les niveaux historiques observés (5.5% en 2007), mais pas dans le cadre de notre scénario de croissance top line. Il semble peu probable que les acteurs soient en mesure de retrouver leur niveau maximal de marge sans retour des volumes. Nous pensons en somme que la propension des acteurs à faire des efforts sur les prix pour capter des marchés en période de disette peut difficilement disparaître. La crise depuis 2008 nous l'a démontré assez clairement.

Recul de l'activité
d'environ 2% en
organique en 2016

Fig. 46: Chiffre clés

EURm	2013 PF	2014 PF	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
France	7388	6582	6044	5864	5952	6130	6314
International	5457	5814	5916	5474	5523	5688	5859
Sales	12845	12396	11960	11338	11474	11818	12173
France y/y%	0,3	-10,9	-8,2	-3,0	1,5	3,0	3,0
International y/y%	-3,8	6,5	1,8	-7,5	0,9	3,0	3,0
Sales y/y%	-1,5	-3,5	-3,5	-5,2	1,2	3,0	3,0
Current operating profit	390	332	344	361	382	411	442
Current op. margin (%)	3,0	2,7	2,9	3,2	3,3	3,5	3,6
Net profit group share	312	604	234	274	331	352	373
Cash Flow clean	841	583	675	675	751	809	870
Free Cash Flow	552	127	364	222	292	336	383
FCF (as reported)	378	154	272	266	349	399	451
Net cash (+) / debt (-)	31	682	560	587	650	711	801

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Fig. 47: Ratios clés

EURm	2013 PF	2014 PF	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
Gearing (%)	-1	-23	-21	-21	-22	-24	-26
Net debt / EBITDA (x)	0,0	0,9	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
EBIT	390	332	344	361	382	411	442
EBIT margin (%)	3,0	2,7	2,9	3,2	3,3	3,5	3,6
Tax (%)	33,7	25,3	29,8	29,8	29,8	29,8	29,8
NOPAT	259	248	241	253	268	289	310
Capital Invested	2681	2859	2741	2790	2838	2895	2960
ROIC (%)	9,6	8,7	8,8	9,1	9,4	10,0	10,5

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

8. Bouygues Immobilier

8.1. Un des leaders français

Bouygues est un des principaux acteurs de la promotion immobilière en France. Avec plus de 12.000 réservations en 2015, sa part de marché est d'environ 11%, juste derrière les 11,5% de Nexity, alors que Vinci Immobilier ou Eiffage Immobilier sont de taille plus modeste (~4200 et ~3700 réservations en 2015, respectivement). L'activité de promotion immobilière pourrait permettre aux groupes de construction d'apporter du volume à leur activité bâtiment, mais dans la pratique seul 20% à 30% des programmes de Bouygues Immobilier sont construits par Bouygues Construction.

Bouyg. Immo. footprint



Source: Bouygues, Bryan, Garnier & co

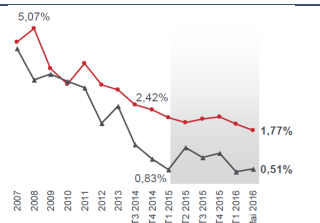
Bouygues immobilier est présent pour l'essentiel en France, qui regroupe plus de 90% de ses branches. Le groupe est exposé principalement au segment résidentiel (env. 85% du CA). Il bénéficie d'une très bonne présence en Ile-de-France, avec une part de marché de 18% (donnée 2011).

8.2. Un marché pas encore assaini mais bien orienté

Le contexte est favorable au secteur du résidentiel en France :

- Les taux sont historiquement bas. Selon l'Observatoire Crédit Logement CSA, le taux moyen est de 1.55% en juillet 2016 (avec un plus bas 1.36% sur 15 ans, à taux fixe).
- L'environnement est plutôt sain : l'emprunt immobilier est strictement encadré (en fonction des revenus et non de la valeur du bien, pas de *re-mortgage* comme au Royaume-Uni), la majorité des emprunts immobiliers sont à taux fixe, le taux de défaut est sous contrôle à 1.55% en 2015 contre 1.69% en 2001 selon l'Autorité de Contrôle Prudentiel (selon cBanque.com), le niveau d'endettement des ménages français est encore modeste par rapport à la moyenne européenne, tout comme son pourcentage de propriétaires (~65% vs 70% pour l'UE en moyenne, chiffres 2014, Eurostat).
- Le dispositif Pinel a remplacé le dispositif Duflot à partir du 1er Septembre 2014. Son échéance a été prolongée de fin décembre 2016 à fin 2017 (annonce de François Hollande le 8 avril 2016). Il permet de bénéficier d'une réduction d'impôt calculée sur le prix d'achat d'un logement neuf (ou réhabilité), égale à 12%, 18% ou 21%, à la condition que le bien soit loué pendant 6, 9 ou 12 ans, le tout sous conditions de plafonds de loyers et de ressources du locataire. L'avantage fiscal est basé sur un plafond combiné de 300.000 euros et 5.500 euros le m² et ne peut dépasser les 63.000 euros dans le scénario le plus favorable (2% de réduction les 9 premières années sur 300.000 euros, soit 6.000 euros par an ou 54.000 euros et 1% les 3 années suivantes, soit un total de 63.000 euros en totalité). Le Pinel a été mieux accueilli que le Duflot. Il est davantage flexible (choix multiples de durée de location) et permet de louer à ses ascendants ou descendants. Le dispositif Pinel explique essentiellement le poids de investisseurs privés dans les réservations de Bouygues Immobilier (52% à fin juin 2016, contre 37% pour les accédants et 11% de ventes en bloc).
- Le dispositif LMNP (loueur meublé non professionnel) est également un bon support à l'activité. Il permet d'investir dans des biens très divers (résidences étudiantes, EHPAD...), en confier la gestion à un tiers et de bénéficier d'avantage fiscaux (récupération de la TVA, loyers nets d'impôt sur une vingtaine d'années ou réduction d'impôt si on opte pour le Censi-Bouvard).

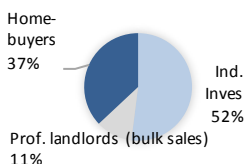
Taux en baisse*



* taux moyen d'emprunt observé

Source: Nexity, Bryan, Garnier & co

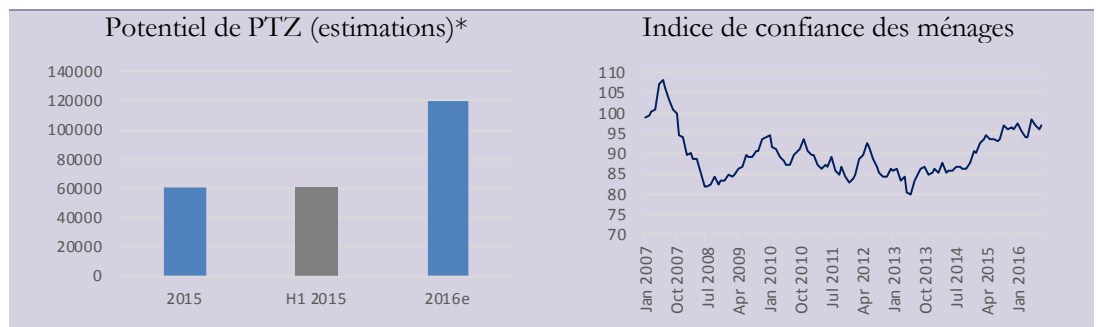
Réservations fin juin.



Source: Bouygues Immobilier, Bryan, Garnier & co

- Le Prêt à taux zéro a également été aménagé. A compter du 1er janvier 2016, il permet de financer sur une durée de 20 ans à 25 ans jusqu'à 40% de l'achat d'une résidence principale (logement neuf ou désormais ancien si les travaux représentant 25% du coût total de l'opération) contre 18% à 26% précédemment ; les plafonds de ressources ont été augmentées (74000 euros contre 72000 en zone A pour un couple avec deux enfants) et le remboursement différé (5, 10 ou 15 ans, selon les revenus).
- L'indice de confiance des ménages est également encourageant.

Fig. 48: Un environnement favorable à l'immobilier résidentiel



*en unités, pour le marché de la maison individuelle et des promoteurs immobiliers

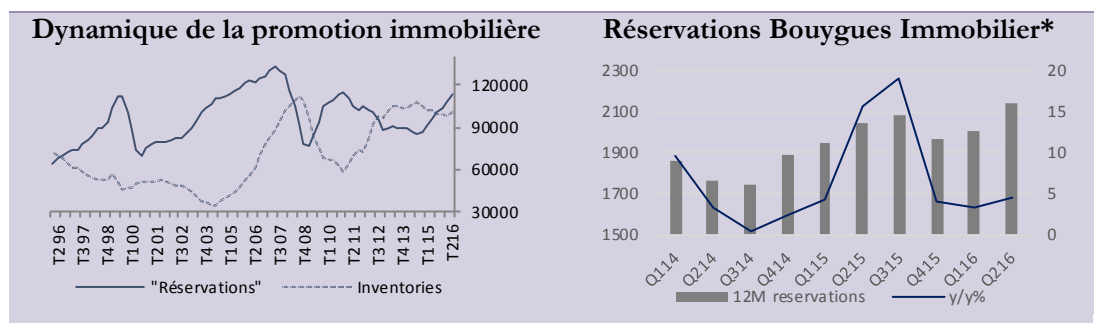
Sources: Les Echos et Nexity (PTZ), Insee (indice de confiance), Bryan, Garnier & co

- On peut ajouter qu'il existerait, comme le rappelle Nexity en particulier, un besoin structurel estimé à 800.000 logements par an (mais ce chiffre est par ailleurs contesté), alors que les mises en chantiers sur 12 mois glissants sont proches de 360.000 unités à fin juillet 2016.

Les réservations dans la promotion immobilière ont donc clairement accéléré depuis le lancement du Pinel fin 2014. Après avoir été régulièrement en baisse depuis 2011, les réservations ont progressé de +7.5% au T4 2014, +19% en 2015 et de +18% au S1 2016.

Réservations en hausse de +18% en France au S1 2016

Fig. 49: Dynamique positive des réservations dans le résidentiel neuf en France



* réservation en millions d'euros (échelle de gauche)

Sources: Ministère de l'Équipement, Bouygues Immobilier, Bryan, Garnier & co

Ce contexte favorable, en particulier le nouveau prêt à taux zéro, explique vraisemblablement le retour marqué des accédants et primo-accédants. La dynamique du marché semble donc plutôt saine, d'autant plus que le niveau de stocks régresse graduellement. La situation n'est pas pour autant à l'équilibre et les stocks restent à un niveau en soi élevé. D'ailleurs, sur le T2 2016, ils ont même progressé de 4% en séquentiel (en France, selon les chiffres du ministère). Cette hausse est la conséquence d'une accélération des mises en vente, en particulier depuis fin 2015. Tant que le marché

reste dynamique cela ne pose a priori pas de problèmes sérieux. En cas de retournement de marché en revanche, il sera légitime de s'interroger sur la nature, l'emplacement etc... de ces stocks. Au niveau des Bouygues, on sera donc attentif à l'évolution des éventuels invendus.

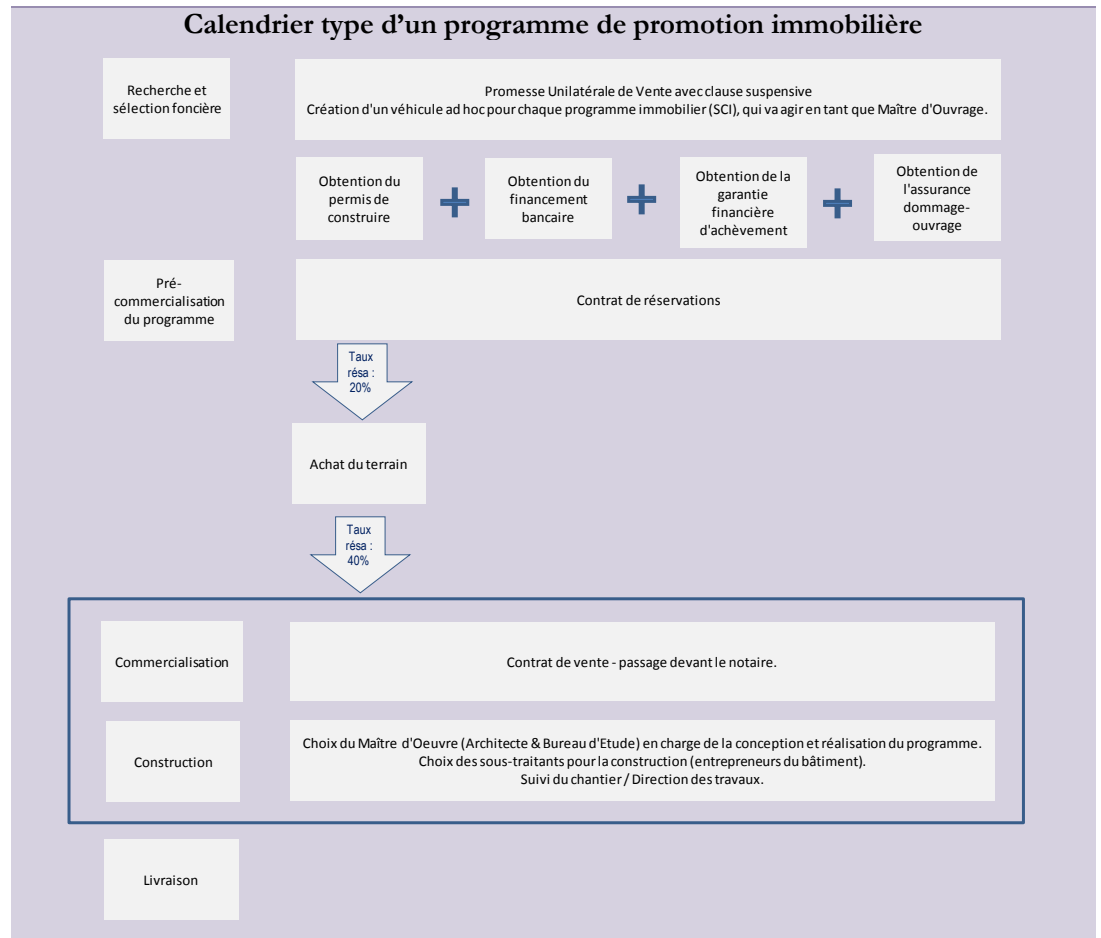
8.2.1.1. Les étapes de la promotion immobilière

Le risque est considéré comme bien sous contrôle avec la VEFA. La vente en état futur d'achèvement (le « vente sur plan ») permet en effet au promoteur immobilier de transférer dès la signature notariale la propriété du logement. Voici les principales étapes clé d'un programme de promotion immobilière en VEFA :

La Vente en Etat Futur d'Achèvement, très encadrée, protège bien le marché des risques de dérapages

- La prospection foncière. Un promoteur va en général chercher à signer des promesses unilatérales de vente sous condition suspensive (obtention du permis de construire, recours éventuels purgés). Il faut compter 9 mois entre l'achat du terrain et le début de la pré-commercialisation, le temps d'obtenir les permis de construire. L'achat du terrain ne précédera jamais le lancement de la pré-commercialisation. Il s'agit pour le promoteur de ne pas se retrouver propriétaire de foncier mal valorisable.
- La pré-commercialisation est lancée. Lorsque 20% des lots sont réservés, le foncier est acquis. Ce niveau est en général atteint un an après le lancement du projet.
- A 40% de taux de pré-commercialisation, les travaux peuvent débuter. La construction est confiée aux entités de Bouygues Bâtiment. Elle commence usuellement 15 mois après le lancement de l'opération.
- Aucun projet n'est lancé en blanc. Attendre un seuil de réservations est également vertueux sur le plan des flux financiers puisqu'avec la VEFA, l'acheteur verse au promoteur 5% (maximum) du prix prévisionnel de vente (dans le cas où la signature de la vente intervienne dans les 12 mois ; au-delà c'est 2% maximum).
- Toujours à partir de ce seuil de 40% peuvent débuter la commercialisation avec signature devant notaire. Légalement, une fois le premier lot vendu, le promoteur est dans l'obligation de le livrer, et donc de construire l'ensemble de l'immeuble.
- Un fois propriétaire, l'acheteur doit verser au promoteur des différents appels de fonds : 35% du prix du logement à l'achèvement de fondations, 70% à la mise hors d'eau, 95% à l'achèvement des travaux et 5% à la réception. Comptablement pourtant, le chiffre d'affaires du promoteur immobilier sera décalé par rapport aux avances reçues des clients. Le chiffre d'affaires est calculé en multipliant le taux d'avancement du chantier (en fonction des coûts constatés, qui eux seront reconnus au fur et à mesure de leur occurrence) par le taux de ventes notariées. C'est donc très progressif et le promoteur va dans un premier temps dégager des pertes opérationnelles.
- La livraison peut intervenir jusqu'à 3 années après le lancement de l'opération.

Fig. 50: Les étapes d'un programme de promotion immobilière



Sources: Bouygues Immobilier, Bryan, Garnier & co

8.2.1.2. Immobilier d'entreprise

Depuis 2010 en moyenne, environ 17% du chiffre d'affaires de Bouygues Immobilier sont réalisés dans le segment tertiaire (entreprises, commerces). En 2015, le tertiaire représente 14% du CA et l'Ile-de-France deux tiers des réservations en volumes. C'est l'activité dont le chiffre d'affaires est le plus volatile au sein des activités de construction de Bouygues, avec des variations fortes liées à la taille des projets livrés.

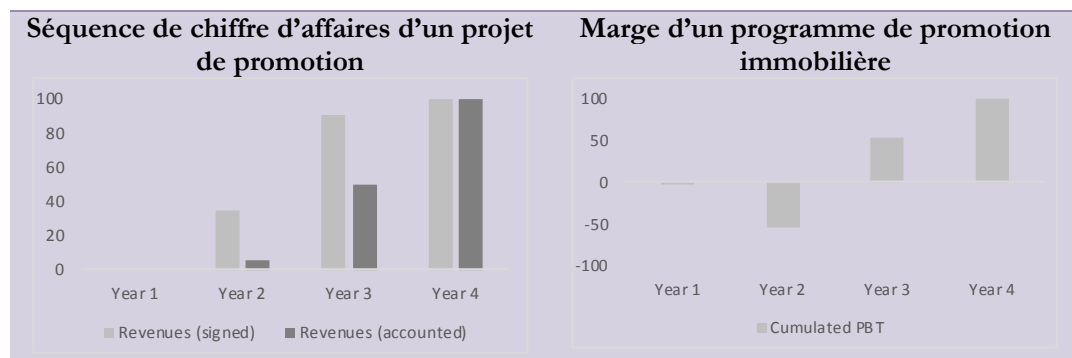
Les tendances récentes de marchés sont plutôt favorables, en particulier en Ile-de-France, avec une demande placée de 1.1 million de m², en hausse de 20% sur le S1 2016. On retrouve cette dynamique dans la progression de 16% des réservations en immobilier d'entreprise chez Bouygues Immobilier au premier semestre.

8.3. Prévisions

Notre scénario est similaire de celui suivi pour Vinci ou Eiffage. Nous pensons que le groupe va en priorité veiller à protéger sa marge et maîtriser ses risques. Dans ce cadre, nos estimations de croissance de chiffre d'affaires sont modestes, alors que nous considérons que l'érosion de la marge opérationnelle chez Bouygues Immobilier devrait progressivement s'arrêter. Il est remarquable de constater que, depuis son pic de 2006 à 10.9%, la marge opérationnelle de Bouygues Immobilier n'a cessé de se dégrader, et ce chaque année à l'exception de 2010 (et encore, grâce à une base de comparaison favorable).

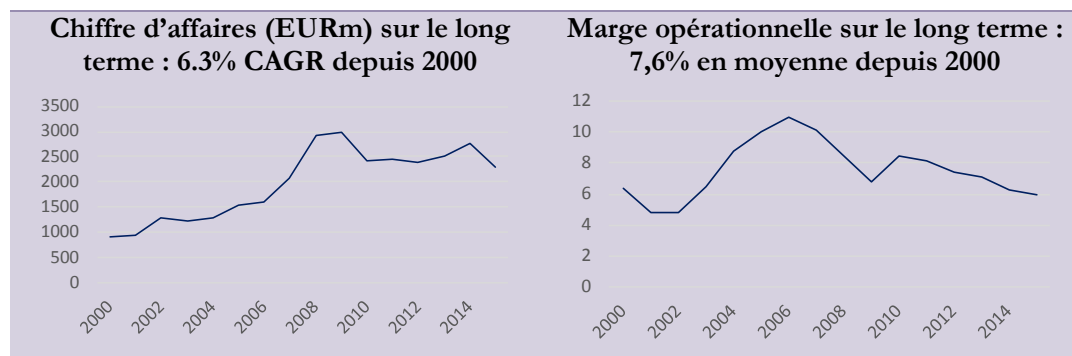
Sur le plan comptable, le chiffre d'affaires est reconnu à l'avancement, ce qui est cohérent avec l'échéancier de paiement des clients (mais les deux ne progressent pas de façon homothétique pour autant). L'avancement est calculé en multipliant le degré d'avancement physique du chantier par les ventes notariées (permis de construire purgé). Le taux d'avancement est calculé à partir des coûts constatés rapportés au coût des travaux total du chantier. Les charges sont en revanche comptabilisées au fur et à mesure qu'elles sont générées. De fait, un programme de promotion immobilière va générer des pertes dans un premier temps. Le financement se fait au travers le besoin en fond de roulement.

Fig. 51: Séquence comptable d'un programme immobilier

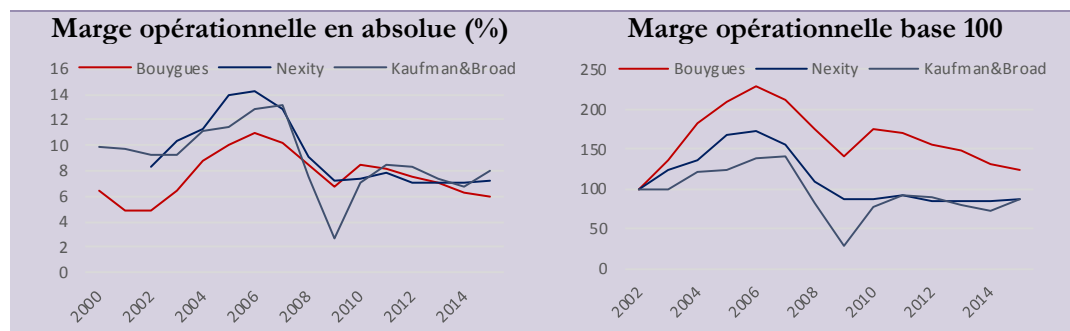


Sources: Les Nouveaux Constructeurs, Bryan, Garnier & co

Fig. 52: Performance de Bouygues Immobilier sur le long terme



Sources: Bouygues, Bryan, Garnier & co

Fig. 53: Profitabilité vs Nexity et Kaufman & Broad


Sources: Bouygues, Bryan, Garnier & co

Fig. 54: Prévisions – chiffres clés

EURm	2013 PF	2014 PF	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
Residential	2128	2120	1989	2061	2347	2584	2717
Commercial	382	655	315	445	570	636	671
Sales	2510	2775	2304	2505	2918	3220	3388
Residential y/y%	-0.7	-0.4	-6.2	3.6	13.9	10.1	5.1
Commercial y/y%	51.0	71.5	-51.9	41.1	28.3	11.4	5.6
Sales y/y%	4.8	10.6	-17.0	8.7	16.4	10.4	5.2
Current operating profit	178	174	138	153	180	200	212
Current op. margin (%)	7.1	6.3	6.0	6.1	6.2	6.2	6.3
Net profit group share	101	102	77	87	105	118	125
Cash Flow clean	67	76	-73	84	96	105	111
Free Cash Flow	57	63	-86	73	83	91	96
FCF (as reported)	110	84	61	93	107	119	126
Net cash (+) / debt (-)	271	203	5	1	-3	-17	-38

Sources: Bouygues, Bryan, Garnier & co

Fig. 55: Ratios clés

EURm	2013 PF	2014 PF	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
Gearing (%)	-53	-40	-1	0	1	3	7
Net debt / EBITDA (x)	1.4	1.2	0.0	0.0	0.0	-0.1	-0.2
EBIT	178	174	138	153	180	200	212
EBIT margin (%)	7.1	6.3	6.0	6.1	6.2	6.2	6.3
Tax (%)	36.7	37.0	36.6	36.6	36.6	36.6	36.6
NOPAT	113	110	88	97	114	127	134
Capital Invested	347	385	550	557	566	576	587
ROIC (%)	32.4	28.5	15.9	17.4	20.1	22.0	22.9

Sources: Bouygues, Bryan, Garnier & co

9. TF1

Nous ne faisons pas ici d'analyse approfondie du groupe TF1. Sur base de sa valeur de marché, TF1, détenue à 43% par Bouygues, pèse moins de 10% de la valorisation totale du groupe. Nous présentons de manière synthétique l'activité avant de mettre en avant les principaux enjeux pour le groupe TF1 à l'avenir.

9.1. Présentation du groupe

Le groupe TF1 comprend trois secteurs d'activités :

- **Antennes gratuites** : avec notamment les chaînes TF1, NT1, TMC, HD1 et LCI. Ces chaînes sont toutes disponibles dans le cadre de la TNT gratuite. TF1 est leader sur la cible des femmes de moins de 50 ans "responsables des achats" qui constitue la principale cible publicitaire. TF1 a recueilli 98 des 100 meilleures audiences de l'année 2015. TMC, quant à elle, est une chaîne référence de la TNT, leader en soirée. LCI a rejoint la TNT gratuite le 5 avril 2015, rejoignant i-télé, BFM TV et Franceinfo sur le segment disputé des chaînes d'information en continu.
- **Autres antennes et activités associés**: avec notamment les chaînes TVBreizh, Ushuaïa TV, Serieclub, Histoire. Ces chaînes sont disponibles dans le cadre de bouquets de télévision payante.
- **Studios et divertissement** : TF1 Studio, TF1 Entertainment, Newen, Teleshopping... On trouve notamment dans cette branche l'ensemble des activités de production interne du groupe, d'acquisition et de distribution de droits audiovisuels, sur une grande variété de domaines : films (nous rappelons ici que TF1, comme tout groupe de télévision français, a l'obligation de contribuer à hauteur de 3.2% de son chiffre d'affaires publicitaires au financement de la production cinématographique d'œuvres européennes, dont 2.5% d'expression originale française), divertissements et jeux, magazines, séries, sports, animation, et formats courts.

Le tableau suivant détaille les revenus générés sur S1 2016 par les différentes activités du groupe.

Fig. 56: Détails des revenus Groupe TF1 H1 2016

	Revenues (EURm)	Revenue mix
Channels	838	82%
Free channels	762	74%
of which advertising	736	72%
of which others	26	3%
other channels	76	7%
Studios and entertainment	187	18%
Total	1025	

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Les revenus publicitaires représentent encore presque $\frac{3}{4}$ des revenus totaux du groupe, qui reste très dépendant des annonceurs. Mais le business model du groupe est soumis à de fortes pressions, comme discuté dans le chapitre suivant.

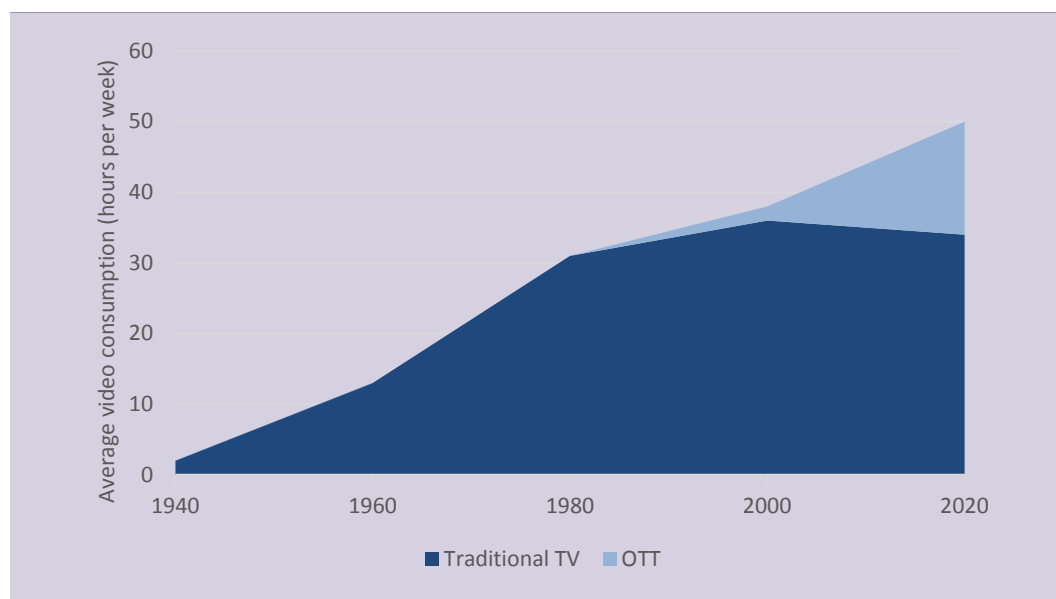
9.2. L'évolution du secteur des media et les enjeux pour le groupe.

Le groupe TF1, comme beaucoup d'acteurs média « traditionnels » fait face à de multiples enjeux induits par les évolutions technologiques et des modes de consommation des contenus : **1/** Digitalisation (consommation des contenus sur des écrans multiples), **2/** dé-linéarisation (montée en puissance des services de vidéos à la demande) et **3/** concurrence croissante des plateformes OTT (Youtube, SVOD Netflix/CanalPlay/SFR Play, ou encore nouveaux acteurs type Molotov) qui transforment les circuits de diffusion et de distribution traditionnels. L'ensemble de ces évolutions est de nature à remettre en cause le business model historique fondé sur la **construction de grilles de programmes** et la **publicité**.

Face à ces menaces issues du numérique, la branche « **e-TF1** » a pour mission le développement des activités digitales du groupe. Elle propose notamment une offre de programmes en « replay » (TF1, TMC, NT1 et HD1), disponible sur un ensemble de supports : TV opérateurs (IPTV), PC, tablettes, smartphones. E-TF1 se classe 4^{ème} plateforme de vidéos en France derrière Youtube (Google), Facebook et Dailymotion (Vivendi). Au S1 2015 555 millions de vidéos e-TF1 ont été visionnées, une croissance de 21% par rapport à S1 2015. La catch up TV de TF1 a bien performé, avec +2.3% d'apports Catch up vs Live pour TF1.

Comme illustré dans le graphique suivant, la croissance de la consommation de contenus audiovisuels est désormais tirée par les **usages OTT**. On constate même une progressive **cannibalisation** de la TV traditionnelle par les nouvelles plateformes. A titre d'illustration, sur le marché nord-américain, le BCG nous indique que la part du « non linéaire » dans les usages TV pourrait passer de 25% aujourd'hui à 50% d'ici 2018.

Fig. 57: Consommation vidéo TV et OTT (monde)



Source: BCG.

Soumis à des bouleversements de son business model, le groupe TF1 a engagé des **négociations avec les opérateurs** afin de leur faire payer la mise à disposition de ses chaînes gratuites dans leur bouquet de télévision sur IP. Aujourd'hui TF1 paye l'accès au spectre hertzien, mais se fait rémunérer pour son service de catch up TV, que les opérateurs intègrent à leur offre IPTV. En revanche il n'existe pas aujourd'hui de flux financiers entre TF1 et les opérateurs pour les chaînes de la TNT. Les opérateurs sont aujourd'hui un canal de diffusion incontournable pour TF1, mais l'accès à TF1 est également clé pour les opérateurs qui ne peuvent s'affranchir de proposer les chaînes du groupe dans leur offre. L'offre de contenus devenant de plus en plus déterminante pour les opérateurs, TF1 souhaite faire évoluer le rapport de force en sa faveur.

Si l'offre de contenu proposée par les acteurs médias devient de plus en plus clé pour les opérateurs télécoms, nous n'en déduisons pas pour autant la supériorité du modèle de convergence média/télécom, synonyme d'intégration verticale et de stratégies d'exclusivité.

A l'instar du Vivendi de l'ère Jean-René Fourtou (qui détenait notamment le groupe Canal+ et SFR), Bouygues ne met pas en avant des potentielles synergies industrielles média/télécom entre TF1 et Bouygues Telecom. Bouygues encourage chacune de ses filiales, indépendamment, à **maximiser leur propre intérêt**. Bouygues Telecom souhaite ainsi pouvoir proposer, via des **partenariats commerciaux**, l'offre de contenus la plus riche et la plus qualitative possible, et n'a pas recours à d'éventuelles exclusivités ou mises en avant spécifique des contenus de TF1. Il rejoint en cela l'approche d'Orange, mais se différencie de celle d'Altice, qui repose sur une logique d'intégration verticale, de branding commun télécoms/médias (ex : chaînes SFR Sport), et de mise en avant de ses contenus propres (même si aucune stratégie d'exclusivité n'est revendiquée).

Nous n'accordons à ce stade **aucune prime concurrentielle**, sur le marché français, aux acteurs fortement intégrés, ou convergents télécom/médias. Il nous apparaît cependant déterminant pour TF1 de **bien négocier le virage digital à l'œuvre**. A mesure que les classes d'âges se succèdent (avec notamment la génération des « millenials » qui arrive en âge de consommer), le mode de consommation de la télévision évolue fortement. Dans ce contexte, pour TF1, **être adossé au groupe Bouygues est une force**, afin par exemple de se renforcer dans les contenus, financer des acquisitions, ou mieux lutter face aux « GAFA » en renforçant les liens avec Bouygues Telecom si cela devenait nécessaire.

Il est probable que la physionomie du groupe aura profondément changé sous un horizon de 5 ans. Les prévisions suivantes, utilisées dans notre modèle, reposent sur l'hypothèse que le groupe TF1 saura efficacement **négocier son virage numérique et son adaptation au nouvel écosystème**.

Fig. 58: Prévisions P&L TF1

EURm	2015	2016e	2017e	2018e	2019e
Revenues	2004	2137	2052	2152	2052
Programming costs	-956	-1018	-980	-1080	-980
Other costs and provisions	-853	-870	-870	-876	-882
EBITDA	195	249	202	196	189
Depreciation and amortization	-37	-182	-156	-156	-156
Current EBIT	158	67	46	40	33
Non recurring charges	-17	-86	0	0	0
EBIT	141	-19	46	40	33

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

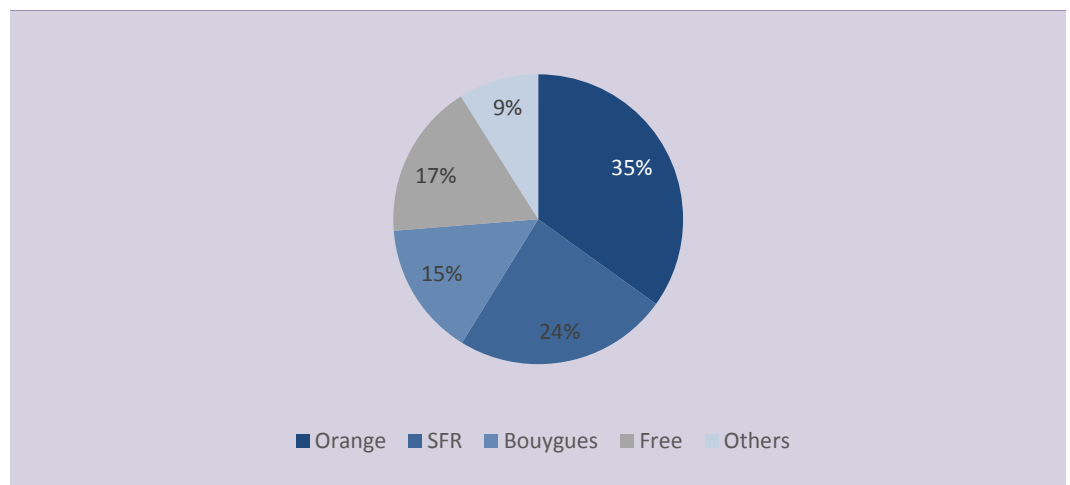
10. Bouygues Telecom

10.1. Panorama concurrentiel

Bouygues Telecom est présent sur les services de télécommunications fixes et mobiles, sur les marchés français Grand Public et Entreprises, ce dernier segment représentant moins de 10% des revenus du groupe.

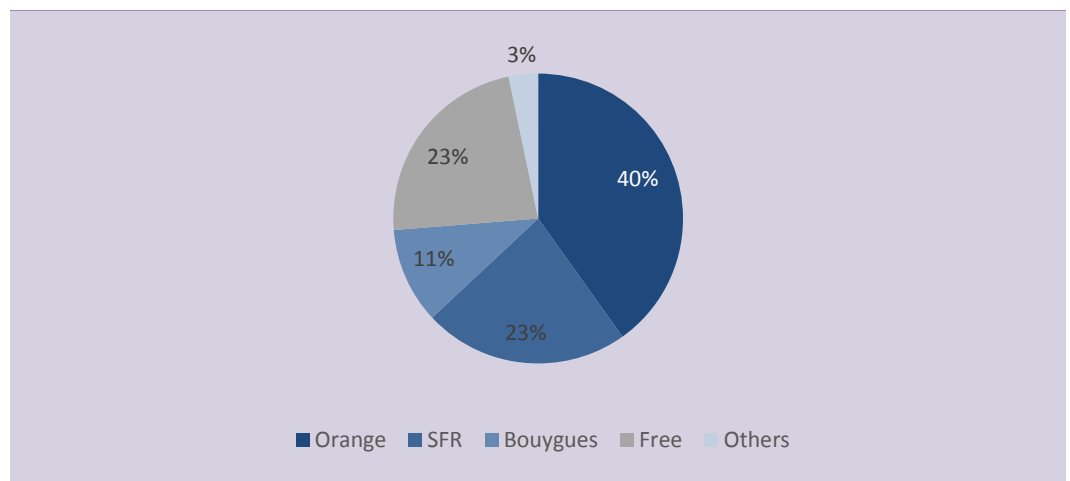
Les graphiques suivants présentent la part de marché de Bouygues Telecom et de ses principaux concurrents sur les marchés de la téléphonie mobile et de l'accès internet fixe, à fin S1 2016.

Fig. 59: Part de marché mobile (cartes M2M exclues)



Source: ARCEP, Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Fig. 60: Parts de marché fixe (haut et très haut débit)



Source: ARCEP, Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

10.2. Le plan de redressement : la viabilité de l'activité au cœur des préoccupations

Afin de bien comprendre les enjeux actuels, il convient de revenir un instant sur l'histoire et la trajectoire de Bouygues Telecom depuis sa création.

Bouygues Télécom fut créé en 1994 par Martin Bouygues, en partenariat avec JC Decaux (qui détient encore presque 10% du capital) et BNP, avant de connaître son lancement commercial en 1996. Bouygues Telecom doit alors **dynamiser une concurrence marquée par un duopole** Itineris (France Telecom) et SFR, qui se sont lancés quelques années plus tôt.

Souffrant d'un déficit originel de couverture du réseau mobile (déficit résorbé seulement récemment grâce à la 4G), Bouygues Telecom mise sur **l'innovation tarifaire** pour se développer. C'est Bouygues Telecom qui invente la notion de « forfait de communication », c'est lui qui lance, avec Neo en 2006, la première offre proposant des plages d'appels illimités vers tous les opérateurs, et c'est lui qui lance en 2008 la première offre 4P (fixe+mobile) avec Ido.

Le développement de Bouygues sera cependant essentiellement **centré sur le mobile**. Bouygues Télécom lance sa propre box en 2008, en s'appuyant sur le rachat du réseau Club Internet, mais il restera loin derrière ses concurrents sur le marché du fixe :

- SFR a racheté Neuf Cegetel en 2008, lui permettant d'acquérir une base de plus de 3 millions de clients fixes
- Orange, du fait de sa position historique sur la téléphonie fixe, et un fournisseur privilégié d'accès internet
- Iliad est sur le marché de l'accès internet depuis 1999, marché qu'il a révolutionné avec le lancement de la première box en 2002.

Après des années de forte croissance qui voient Bouygues Telecom atteindre 1.37Md€ d'EBITDA en 2010, pour une marge d'EBITDA de 27%, **la société subit plus durement que l'ensemble de ses concurrents l'arrivée de Free Mobile, en janvier 2012**. La violence du choc pour Bouygues Telecom est expliquée par deux facteurs principaux :

- Bouygues Telecom a un positionnement de challenger en concurrence frontale avec Free.
- Bouygues Telecom est le plus petit opérateur mobile, son seuil de rentabilité est donc plus rapidement à risque.

Malgré le lancement de B&You sur le segment low cost et le repositionnement tarifaire des offres haut de gamme visant à redynamiser la compétitivité de l'opérateur, en 2014 l'EBITDA chute à 694M€, et le résultat opérationnel courant est négatif à -65M€. La société ne peut plus couvrir ses investissements. Dès fin 2012, Bouygues Telecom cède 2000 pylônes à un fonds d'infrastructure pour plus de 200M€, et un plan de recapitalisation de 678M€ est assuré par sa maison mère. En 2014, suite à l'échec de sa tentative de rachat de SFR (Vivendi lui préfère Altice – Numericable), Bouygues

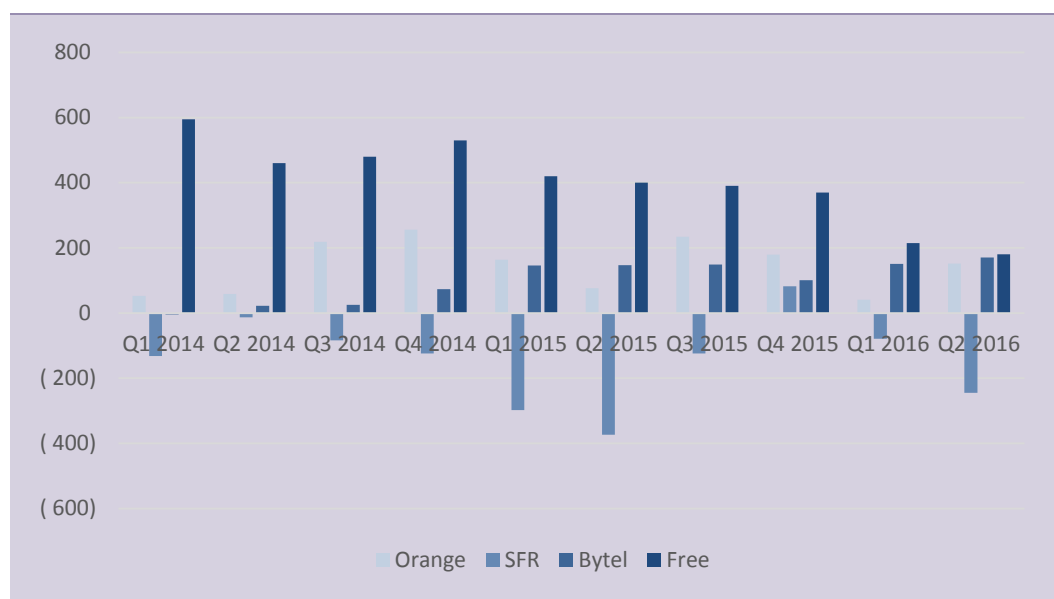
Telecom lance un plan d'économies de 300M€, qui s'appuie notamment sur un plan de départs volontaires de 20% des effectifs.

Mais l'ensemble des mesures prises sur les coûts ne sont pas suffisantes à assurer la viabilité de Bouygues Telecom. **Une relance commerciale déterminante est donc menée en 2014.** Elle s'appuie sur 3 piliers :

- En mars 2014, Bouygues Telecom lance la **box ADSL à 19.99€**, ce qui constitue un discount de 30% sur la prix standard du marché. Il a peu à perdre, fait mal à ses concurrents, et renforce ainsi sa base fixe, élément clé d'un marché qui devient de plus en plus convergent.
- En novembre 2014, il **fusionne son offre low cost « B&You » avec son offre premium Bouygues Telecom**. Ce faisant il propose donc des tarifs low cost en boutique. Il prend le risque de cannibaliser ses offres premium à fort ARPU, mais fait levier sur son coûteux réseau de distribution (550 boutiques) pour accélérer ses conquêtes mobile, très rémunératrices en marge.
- Tirant parti de l'autorisation de réutilisation des fréquences 1800MHz déployées sur son réseau et de son choix d'une technologie « single RAN » dès 2011 afin de déployer la 4G, Bouygues Telecom peut s'appuyer sur la promesse du « **plus grand réseau national 4G** », ouvert dès fin 2013.

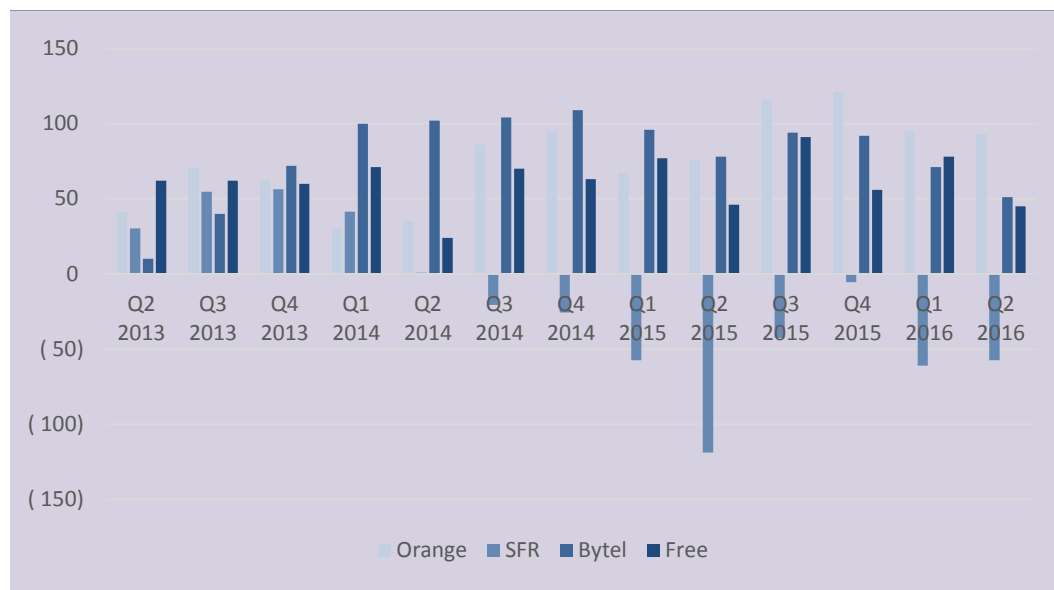
Bouygues Telecom conjugue ainsi tarifs low cost et promesse de services élevée. Cette stratégie est un **succès** pour l'entreprise. Le redressement commercial est spectaculaire, comme illustré dans les deux graphiques ci-dessous. Bien sûr l'ARPU souffre, mais en 2015 Bouygues Telecom repart en croissance de chiffre d'affaires et d'EBITDA, avec respectivement +1.6% et +8.4% vs 2014.

Fig. 61: Ventes nettes abonnés mobile hors M2M



Source: Company Data.

Fig. 62: Ventres nettes fixes



Source: Company Data.

Porté par ces bons résultats Bouygues Telecom annonce, à l’occasion d’une journée investisseurs fin 2015, viser une **marge d’EBITDA de 25%** à horizon 2017, 35% à plus long terme. Cette croissance doit s’appuyer d’un part sur le gain de **1 million de clients dans le fixe et 1 million de clients dans le mobile** sur la période 2015 - 2017, d’autre part sur le renforcement du plan d’économies à hauteur de **400M€** entre 2013 et 2016 (prenant le relai du plan d’économie 2011-2013 de 600M€), tout en maintenant l’enveloppe CAPEX **sous 800M€**. Nous pensons que l’atteinte de tels objectifs serait effectivement de nature à sécuriser à moyen terme l’activité : une marge d’EBITDA cible **entre 25% et 30%** doit permettre à Bouygues Telecom de **couvrir des investissements** de l’ordre de 800M€ annuels tout en assurant un **retour sur capitaux investis** supérieur à son coût du capital.

La performance actuelle remarquable de Bouygues Telecom est assurée par la concomitance d’un positionnement prix attractif (proposition « low cost » disponible en distribution), **d’un co-leadership provisoire sur la 4G**, et **d’un contexte de churn excessif chez SFR**. Mais si le plan est aujourd’hui en bonne voie, la question est alors : **1/ ces objectifs nous paraissent-ils réaliste à horizon 2017 – 2018 ? 2/ Quid de l’activité au-delà de cette période ?**

Pour cela nous approfondissons dans les prochaines sections ce qui nous semble être les deux facteurs clés de succès du plan :

1/ La soutenabilité de la performance commerciale, dans des conditions d’ARPU « décentes », pour assurer la croissance de l’EBITDA

2/ La capacité à être suffisamment présent dans la fibre, malgré une enveloppe de CAPEX restreinte

10.3. La performance commerciale de Bouygues Telecom est-elle soutenable ?

10.3.1. Le mobile

Comme présenté ci-dessus, le redressement de la performance de Bouygues Telecom sur le mobile s'appuie sur la conjonction de trois facteurs :

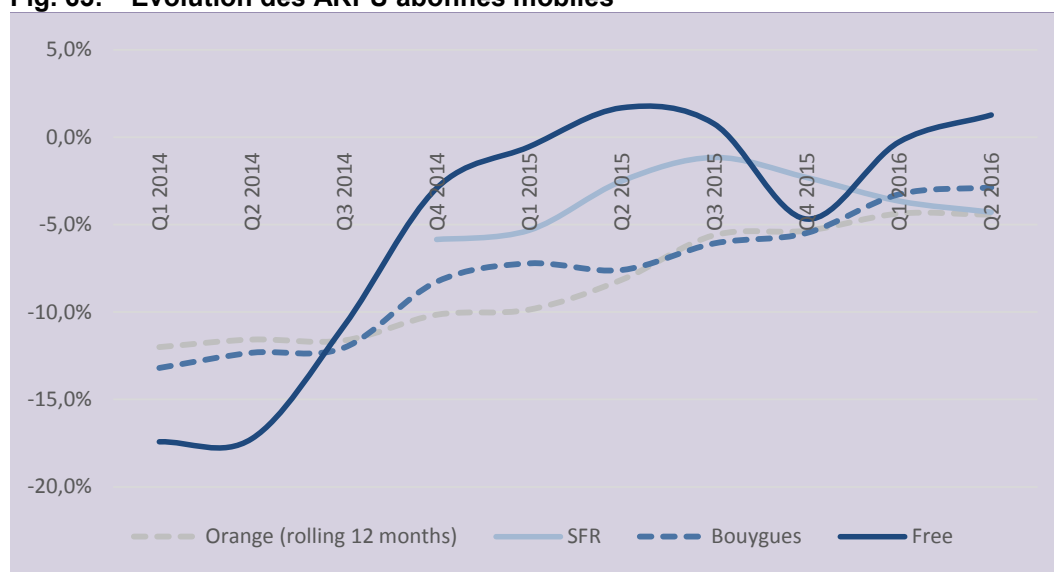
- Un **co-leadership sur la couverture 4G**, aux côtés d'Orange.
- Le **repositionnement des offres** fin 2014, avec notamment le lancement de B&You en distribution physique, en tant que gamme SIM only de l'opérateur.
- Un marché alimenté par les **mauvaises performances de SFR**

Nous pensons que cet **“alignement des planètes” est provisoire**.

En effet, **SFR investit lourdement** dans le déploiement de son réseau 4G, et poursuit la mutualisation de son réseau avec Bouygues Telecom, ce qui devrait lui permettre de **combler une bonne partie de son retard** d'ici 2018, notamment sur les zones moins denses (sur la ZTD, Bouygues Telecom poursuit la densification de son réseau). En parallèle, les évolutions conduites en interne par le nouveau management de SFR devraient elles aussi participer au redressement commercial de la société.

Ce redressement de SFR réduira mécaniquement le nombre de clients rendus au marché et l'avantage relatif dont jouit aujourd'hui Bouygues Telecom sur la 4G (même si son réseau continuera de gagner en qualité, rejoignant notamment la qualité de l'opérateur historique en zones moins denses). Mais il devrait aussi s'accompagner d'une **moindre intensité promotionnelle** et donc d'une stabilisation, voire d'un redressement de l'ARPU, induit notamment par une meilleure capacité du marché à **valoriser la croissance des usages data** (par le jeu des migrations « up » et/ou des services de contenus). Nous anticipons qu'une telle évolution se produira à horizon **H2 2017**.

Fig. 63: Evolution des ARPU abonnés mobiles



Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Conformément aux hypothèses décrites ci-dessus, le tableau suivant présente nos estimations d'accroissement du parc mobile Bouygues Telecom, de son ARPU et de son chiffre d'affaires mobile sur les trois prochaines années, avec un ralentissement de la croissance des volumes en parallèle d'une stabilisation de l'ARPU. A ce titre il est important de noter que Bouygues Telecom a déjà engagé des **augmentations de prix** mobiles début 2016, avec notamment +1€ sur B&You 2h et +5€ sur Sensation 3Go, en parallèle de l'enrichissement de la « fair use » data (passant à 5Go). SFR aussi a augmenté le prix de sa gamme Power en début d'année (allant même jusqu'à appliquer la hausse sur le parc). Il est cependant trop tôt pour parler à ce stade d'un réel « market repair spontané » sur le mobile, l'intensité promotionnelle demeurant toujours très élevée sur le marché.

Fig. 64: Perspectives Mobiles Bouygues Telecom : ARPU, ventes nettes et chiffre d'affaires

	2014	2015	2016e	2017e	2018e	2019e
Mobile network services revenues (EURm)	2976	2842	2952	3085	3206	3330
Mobile postpaid net adds (k)	116	543	530	423	312	240
Mobile postpaid ARPU (EUR)	26,1	24,3	23,7	23,3	23,1	23,1

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Cependant, dans un marché Français où la convergence fixe/mobile est un instrument clé de recrutement et de fidélisation des clients, le marché du mobile ne peut pas s'analyser seul. Même si Bouygues Telecom ne pratique plus de « remise de couplage » (depuis son repositionnement tarifaire sur le fixe, il conserve cependant des remises multi-lignes) il lui sera difficile de maintenir de bonnes performances sur le mobile sans un positionnement performant sur le fixe.

10.3.2. Le fixe

Les bonnes performances de Bouygues Telecom sur le fixe sont attribuables essentiellement à son positionnement tarifaire, **le plus agressif du marché**, tout en continuant de proposer un **produit et un service de bonne qualité**.

Entre les CAPEX box, les coûts de distribution et de service client, ainsi que les reversements DSL récurrents à France Telecom, nous pensons que Bouygues Telecom **gagne directement peu d'argent** sur son activité fixe avec un tel positionnement tarifaire. Une bonne performance sur ce segment nous paraît cependant indispensable pour les deux raisons suivantes :

- A court terme, le fixe est outil clé de **recrutement et fidélisation** de clients mobiles, via notamment la mécanique de « cross sell ».
- A moyen-terme, avec la montée en puissance des services de contenus multi-écrans, la capacité d'offrir une **expérience client homogène sur le fixe et sur le mobile** devient déterminante.

Par ailleurs, le marché du fixe montre quelques **signes d'amélioration**. Les ARPU sont en phase de stabilisation et 3 acteurs sur 4 ont engagé des augmentations de prix début 2016. C'est notamment le cas de Bouygues Telecom, avec en particulier l'introduction d'une facturation incrémentale de 3€ pour la location de la box. Cette évolution tarifaire de la part de l'acteur le plus agressif du marché devrait participer à encourager un mouvement global de redressement du marché fixe.

Fig. 65: Evolution des ARPU Fixes



Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

La performance commerciale de Bouygues Telecom devrait cependant s'éroder dans le temps du fait de trois facteurs principaux : **1/** Un affaiblissement progressif de la croissance nette du marché. **2/** Un regain de compétitivité de la part de SFR, qui sous-performe aujourd'hui par rapport à ses ambitions (de la même façon que pour le mobile, un tel redressement de SFR pourrait également contribuer à accentuer le market repair fixe évoqué ci-dessus). **3/** Le retard accumulé sur la fibre par rapport à ses concurrents, Orange et SFR en particulier, en parallèle de l'importance croissante de cette technologie dans le choix des clients.

Le tableau ci-dessous présente nos estimations d'accroissement du parc fixe Bouygues Telecom, de son ARPU et de son chiffre d'affaires fixe sur les trois prochaines années.

Fig. 66: Perspectives Fixes Bouygues Telecom : ARPU, ventes nettes et chiffre d'affaires

	2014	2015	2016e	2017e	2018e	2019e
Fixed network services revenues (EURm)	893	983	1078	1164	1238	1301
Fixed net adds (k)	415	360	271	213	155	113
Fixec ARPU (EUR))	31,1	28,8	28,1	28,0	28,2	28,4

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Une interrogation majeure demeure à ce stade : l'impact du développement du marché fibre sur la performance, et la place sur le marché, de Bouygues Telecom à terme. Ce point d'interrogation crucial fait l'objet du prochain chapitre.

10.4. Le développement du marché fibre est-il une menace pour Bouygues Telecom ?

10.4.1. La fibre est-elle une absolue nécessité?

S'il demeure un point d'interrogation majeur sur les perspectives de Bouygues Telecom, il s'agit de la fibre. Nous analysons ici dans un premier temps l'importance de cette nouvelle technologie sur le marché de l'accès internet fixe.

Comme présenté ci-dessous, les technologies fibre (nous mêlons ici Fibre FTTH et Câble FTTB/FTTLA) permettent d'atteindre des débits théoriques descendants environ 50 fois plus élevés que la technologie ADSL. La différence est encore plus notable sur les débits ascendants, où seules les technologies fibre permettent d'atteindre des débits significatifs.

Fig. 67: Bande passante ADSL et Fibre

	ADSL	Fibre
Maximum download speed (theoretical) – Mbps	20	1000
Maximum download speed (recorded average) - Mbps	5-10	~ 300
Maximum upload speed (theoretical) - Mbps	1	200-300
Maximum upload speed (recorded average) - Mbps	~ 0,5	~ 100

Source: NPerf, Garnier & Co ests.

Les montées en débit sont motivées par un ensemble d'évolutions dans la nature des usages internet :

- **Dématérialisation** : multiplication des contenus digitaux avec la disparition des supports physiques (Video On Demand, Streaming musical, online gaming)
- **Dé-linéarisation** : développement des offres de streaming à la demande (subscription video on demand, catch up TV...)
- **Multi écrans** : possibilité d'accéder aux mêmes contenus via de multiples appareils, avec multiplication d'usages simultanés dans les foyers
- **Evolution des standards** et notamment développement de la video ultra haute définition

Le tableau suivant illustre les débits nécessaires pour différents types de flux vidéos, selon différents standards de compression.

Fig. 68: Besoins en Bande passante pour les usages SD, HD et UHD.

	SD (720x576)	HD (1980x1080)	Ultra HD (3840x2160)
MPEG2	2-3	12-20	na
MPEG4 (H.264)	1-1,5	6-10	30-50
HEVC	0,5-0,75	3-5	15-25

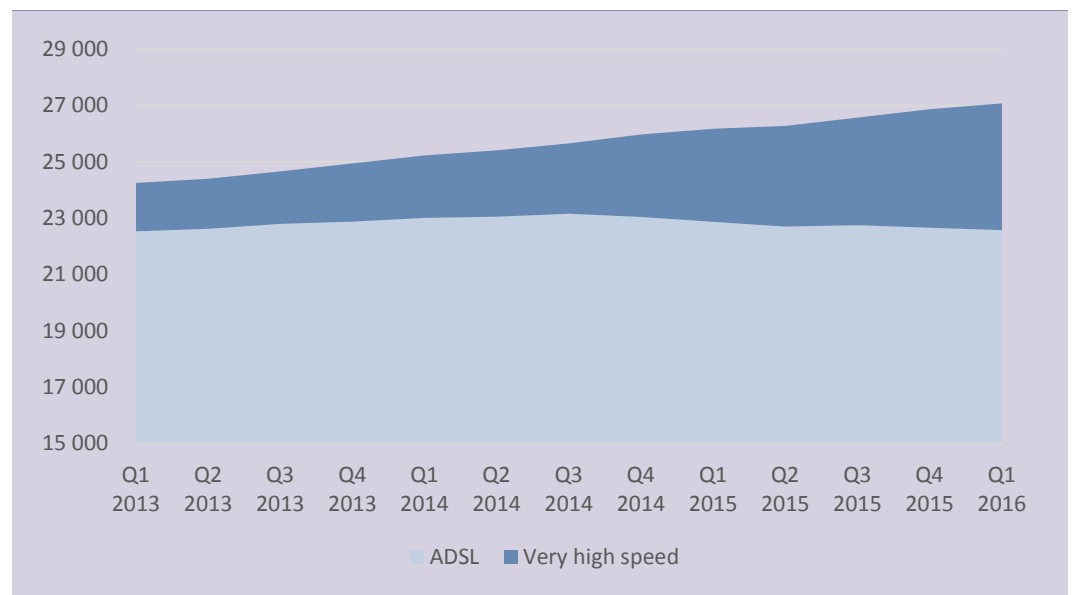
Source: Accenture.

Même avec les standards de compression les plus avancés (HEVC), on voit bien qu’il serait impossible pour des accès DSL d’assurer la diffusion de flux haute définition à plusieurs utilisateurs simultanés.

A contrario, pour des usages « basiques » au sein de foyers sans connexions multiples simultanées, des accès DSL de bonne qualité (c’est-à-dire pas trop éloignés des équipements réseaux de l’opérateur – DSLAM) **peuvent encore aujourd’hui tout à fait suffire**. Quant aux débits montants élevés ils ne sont utiles qu’aux gros consommateurs de réseaux sociaux ou de cloud qui « uploadent » massivement leurs contenus vers le réseau.

Regardons maintenant les performances commerciales de la fibre sur le marché français. Le graphique ci-dessous présente l’évolution du marché total de l’accès internet en France.

Fig. 69: Evolution du marché français de l'accès internet

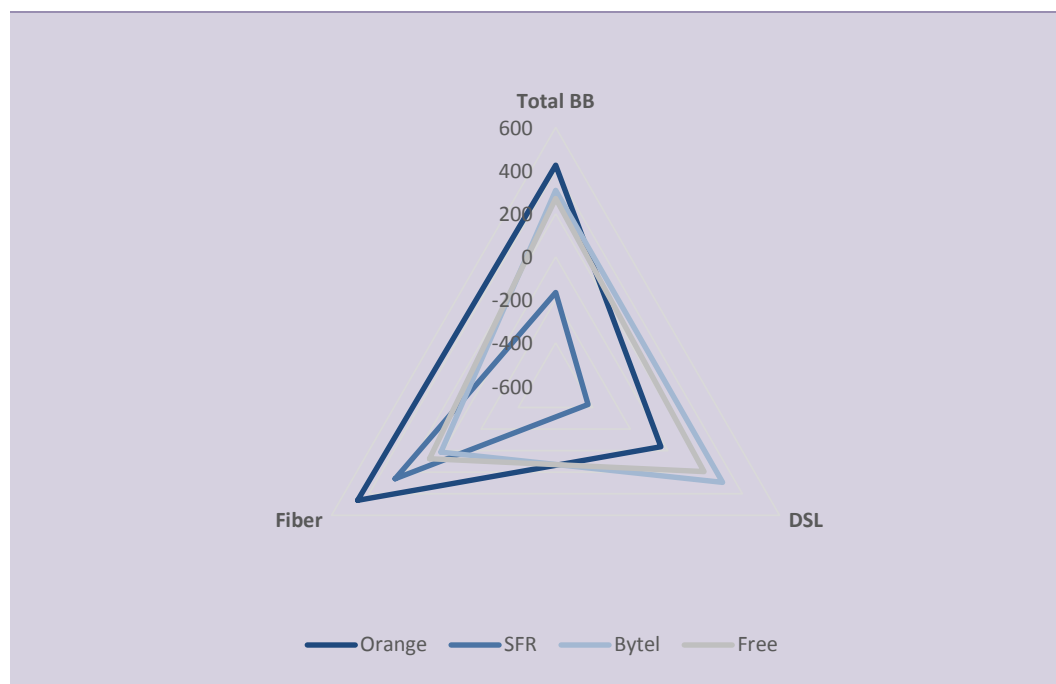


Source: ARCEP.

Depuis fin 2014, nous constatons que le **marché de l’ADSL est en décroissance**, la **croissance du marché étant tirée par la fibre**. Cette part croissante du marché fibre est alimentée par des clients « **nouveaux entrants** », mais aussi beaucoup par des **migrations DSL vers fibre**. Il serait donc **faux de conclure à ce stade qu’une bonne performance sur la fibre est nécessaire à une bonne performance sur l’accès internet globalement**.

En effet le graphique ci-dessous présente la performance comparée des différents acteurs en termes de ventes nettes DSL et très haut débit (cumulées sur les 4 derniers trimestres). Si Orange surperforme au global ses concurrents en s’appuyant sur une position de leadership en termes de recrutement fibre, on note que : **1/** Free et Bouygues Telecom continuent de bien performer au global, bien qu’étant assez peu présent sur les recrutements fibre, et **2/** que SFR perd a contrario beaucoup de clients malgré une position forte sur la fibre.

Fig. 70: Performance comparée des acteurs, ventes nettes haut et très haut débit (12 derniers mois)



Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Il existe donc aujourd'hui **d'autres critères que la technologie** pour performer sur le marché de l'accès internet. Parmi ces critères, comme mis en évidence par la stratégie de Bouygues Telecom, le **prix demeure primordial**. Il est à ce titre intéressant de noter que les promotions pratiquées par les opérateurs touchent autant les offres ADSL que les offres fibre, et que **le pricing des offres fibre est sensiblement équivalent au pricing des offres ADSL**. En effet, comme nous l'avons vu, les débits supérieurs offerts par la fibre ne sont pas nécessaires à l'ensemble des clients. Par ailleurs la souscription à la fibre nécessite encore dans une majorité de cas des travaux de raccordements dans le domicile du client. **Difficile aujourd'hui dans ces conditions d'assurer des recrutements fibre massifs tout en voulant pratiquer un premium tarifaire.**

La question est alors : pour combien de temps encore des opérateurs peuvent-ils performer sans une offre fibre étendue ? **Nous pensons que cette situation est durable encore pendant plusieurs trimestres, mais n'est plus viable au-delà d'un ou deux ans.** A cette échéance, nous pensons que l'adoption croissante de nouveaux usages (développement des contenus et équipements vidéos ultra HD, croissance de la consommation en streaming / replay, multiplication d'usages simultanés multi écrans, échanges croissants avec le « cloud »), parallèlement à la poursuite du déploiement de la fibre dans de nouvelles zones du territoire devraient contribuer à faire de la fibre un incontournable du marché. Ainsi nous pensons que **l'avantage compétitif prix dont jouit Bouygues Telecom aujourd'hui devrait avoir tendance à s'affaiblir tendanciellement avec le temps.** Cette baisse de performance sera d'autant plus importante que les efforts de déploiement de Bouygues Telecom sur la fibre seront faibles. Nous analysons dans le chapitre suivant la capacité d'investissement de Bouygues dans la fibre.

10.4.2. Bouygues Telecom peut-il faire jeu égal dans la fibre avec les meilleurs ?

Le tableau ci-dessous présente les déploiements à date et les **ambitions affichées** des différents acteurs sur le marché du très haut débit fixe.

Fig. 71: Réseaux fibre et ambitions de déploiement

	Orange	SFR	Bytel	Free
Available fiber sockets (Q2 2016, unitsM)	5,9	8,5	1,6	3,1
Current estimated Fiber roll out speed (new socket / year)	1,8	1,6	1	1,2
Announced target number of sockets	12	12	8,5	9
Target timing (end of period)	2018	2017	not avail.	2018
Target roll out speed (new socket / year)	2,4	2,3	not avail.	2,4

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Bouygues Telecom affiche aujourd'hui le **réseau fibre le moins étendu**. Cependant, Bouygues Telecom compense son déficit de couverture THD fixe grâce au **contrat de marque blanche** avec le réseau câblé de SFR, sur 8 millions de prises en zone très denses et moyennement denses. Nous estimons entre 15€ et 20€ le prix mensuel payé par Bouygues Telecom dans le cadre de ce contrat. La **rentabilité est donc très limitée sur ces clients**, ce qui explique qu'aujourd'hui Bouygues Telecom ait très peu poussé le recrutement de tels clients : le taux de « remplissage » des prises fibres/câble (nombre de clients FTTH/Câble rapporté au nombre total de prises disponibles en propre ou marque blanche) chez Bouygues Telecom est de **5.2%**, vs **8%** chez Free et plus de **20%** chez Orange et SFR.

Bouygues Telecom dit avoir sécurisé le déploiement de 8.5M de prises, mais ne précise pas l'échéance. Ces 8,5M de prises se décomposent en 3.5M en zones très denses, 3M en zones moyennement denses et 2M en zones de réseaux d'initiatives publiques (RIP), où Bouygues Telecom s'appuiera sur la filiale du groupe Bouygues **Axione** pour déployer ses services.

Les ambitions affichées par les différents acteurs mêlent zone très denses, zones moyennement denses et zones RIP, en propre ou en co-investissement. **Les rythmes de déploiement cibles apparaissent en première approche très proches, et très supérieures au rythme de déploiement constaté ces derniers trimestres** (si l'on suppose la cible de Bouygues Telecom atteinte fin 2018). Or, les enveloppes de CAPEX disponibles ne sont pas du même ordre de grandeur chez les quatre opérateurs. Cette apparente incohérence des objectifs affichés en face des capacités d'investissement de chacun peut être expliquée en particulier par les modèles de co investissement dans les différentes zones.

En particulier, le modèle de co investissement en zone moyennement dense (environ 10M de prises sur le territoire) permet aux opérateurs de passer des **contrats de co-financement** sur un certain nombre d'agglomérations définies. Sur les agglomérations en question, l'un des opérateurs déploie effectivement les prises tandis que son partenaire co-investit par tranche de 5% au fur et à mesure qu'il acquiert des parts de marché. A titre d'exemple, un opérateur qui a signé un accord de co-investissement sur une agglomération comportant 100 prises dispose à proprement parler de 100 prises sur lesquelles il peut proposer des offres commerciales à ses clients, mais ne co-financera dans un premier temps que 5% de prises en question. Jusqu'à ce que sa part de marché dépasse 5%, seuil au-delà duquel il achètera une nouvelle tranche de 5%. Par ailleurs, il est important de noter que le co-investissement peut se faire soit en paiement « one off » CAPEX (achat du droit de

commercialisation : modèle « IRU ») soit sous forme de location mensuelle. De la même façon, en zone RIP il existe la possibilité pour les opérateurs commerciaux de louer les réseaux des opérateurs d'infrastructures qui déploient. Ces spécificités expliquent pourquoi **des opérateurs peuvent afficher des ambitions de déploiement similaires sans nécessairement engager les mêmes CAPEX.**

S'agissant de Bouygues Telecom, nous estimons l'enveloppe totale de CAPEX nécessaires au déploiement des 6.5M nouvelles prises annoncées à **~1.7Md€** comme illustré dans le tableau suivant.

Fig. 72: Estimation du coût de déploiement fibre Bouygues Télécom – objectif de 8.5M de prises

	CAPEX / socket (EUR)	Available sockets June 2016 (M units)	Target (M units)	Roll out Cost (EURm)
Very dense areas	125	1,6	3,5	240
Medium dense areas	500	0	3	1500
Non dense areas	0	0	2	0
All areas		1,6	8,5	1740

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Nous supposons ici que 100% des prises ZMD sont achetées en IRU, et 100% des prises RIP sont louées. Le coût de déploiement en ZTD est quant à lui minoré par l'accord de co-investissement avec SFR sur cette zone (-50%). A cela il conviendrait d'ajouter les investissements « Backhaul » qui permettent de raccorder les infrastructures fibre d'extrémité au cœur de réseau, ces investissements étant également nécessaires pour le raccordement des antennes mobiles 4G.

Bouygues Telecom dispose de deux leviers principaux pour aider au financement du couteux déploiement fibre :

- La vente d'antennes mobiles à des gestionnaires d'infrastructures spécialisés (Cellnex, FPS Towers...). Bouygues Telecom a cédé en début d'année 230 pylônes à Cellnex pour un montant de 80M€. Bouygues Telecom possède encore près de 500 pylônes encore cessibles. Une telle vente pourrait lui rapporter selon nos estimations entre 150M€ et 200M€.
- Les économies générées à horizon 2019 par la mutualisation du réseau mobile avec SFR. Nous estimons alors le gain annuel en CAPEX à 70M€ (sur un total OPEX + CAPEX de 100M€).

En ayant recours à ces deux sources de financement, et en se plaçant à **l'horizon 2020, l'objectif de 8.5M de prises raccordables nous paraît compatible avec une enveloppe de 800M€ d'investissements annuels** (sous réserve que Bouygues Telecom conserve une politique Box comparable à celle pratiquée aujourd'hui, c'est-à-dire des équipements peu coûteux du fait notamment d'un partenariat avec Android).

Par ailleurs, rappelons ici deux points importants concernant la zone moyennement dense :

- **L'engagement des CAPEX se fera parallèlement aux gains de clients fibre**, du fait de la mécanique de paliers de 5%. Les économies de frais de dégroupage ADSL (versements à Orange) accompagneront donc dans une certaine mesure les dépenses d'investissement.

- Il n'est **pas nécessaire d'engager des CAPEX sur 100% d'une agglomération donnée pour être en mesure de proposer une offre commerciale sur la zone**, à partir du moment où l'opérateur d'infrastructure a déployé les prises et qu'un contrat de co-investissement a été passé sur l'agglomération en question.

Outre l'aspect financier, être co-investisseur permet de **s'affranchir de la lourdeur opérationnelle** liée au déploiement industriel de tels réseaux.

En revanche être co-investisseur sur une zone comporte un certain nombre de **désavantages** :

- Une **efficacité commerciale moindre** : l'opérateur qui déploie maîtrise l'environnement et le timing, il est en meilleure position pour mieux recruter des clients
- Un **coût au final plus élevé** : le prix payé pour les prises achetées sous forme d'IRU est plus élevé que le coût du déploiement, et augmente avec le temps. Quant au modèle de location, ~15€ par mois, il est encore plus cher que le dégroupage ADSL.

Du fait de sa taille, Bouygues Telecom nous paraît condamné à souffrir d'un **désavantage concurrentiel structurel sur la fibre**, en particulier par rapport à Orange et SFR. Bouygues Telecom a su, par le passé, gérer un tel déficit sur son réseau mobile, par un positionnement tarifaire innovant, lorsque le marché comprenait 3 acteurs. Cependant, dans le cadre où une accélération serait nécessaire, les issues pour Bouygues Telecom sont alors à notre sens les suivantes :

- Soit **revoir à la hausse son enveloppe de CAPEX**
- Soit avoir massivement **recours au modèle location** et/ou partenariat commercial du type de celui conclu aujourd'hui avec SFR
- Soit compenser le déficit d'infrastructures sur la fibre par un **positionnement low cost renforcé**
- Soit un mix des éléments ci-dessus

Toutes les solutions évoquées ici impliqueraient à terme une **forte pression sur la rentabilité de l'opérateur**.

En effet, on peut penser que la « faible » taille de Bouygues Telecom, et donc sa capacité d'investissement limitée, pèsera encore d'avantage sur sa compétitivité et sa rentabilité dans un environnement de marché où **la valeur sera créée non par la croissance du taux de pénétration mais par la capacité à innover**. Nous pensons donc que le facteur « fibre » impliquera à terme pour Bouygues Telecom une **rentabilité structurellement inférieure** à ses pairs, dans un marché qui resterait à 4 opérateurs. C'est la raison pour laquelle **nous n'atteignons pas dans notre modèle la cible de 35% d'EBITDA** évoquée en cible long terme par le management. Nous atteignons en revanche plus **rapidement la cible des 25%** (en 2017) du fait de perspectives court et moyen terme favorables.

Une autre voie demeure pour Bouygues Telecom : augmenter ses prix sur le fixe. Cela nécessiterait pour la société d'être en situation de conserver une performance commerciale soutenue tout en

réduisant l'écart de prix avec la concurrence. Ce scénario est envisageable à horizon 2018/2019 quand le réseau mobile 4G aura été densifié et sous réserve que le parc client ait atteint une taille critique à cette échéance. Même si nous pensons que Bouygues Telecom profitera d'un market repair progressif sur le fixe, nous ne retenons pas à ce stade l'éventualité d'une hausse de prix significative de la part de Bouygues Telecom dans notre valorisation.

10.5. Quel scénario marché pour le futur, et quel impact sur la valorisation de Bouygues Telecom ?

10.5.1. Scénario d'évolution du marché

Nous pensons qu'il existe aujourd'hui **deux macro scénarii d'évolution du marché** :

- **La « consolidation forcée ».** Le jeu des acteurs, dans leur course effrénée au nombre de clients, conduit à accentuer le cercle vicieux d'une surenchère promotionnelle qui annihile toute opportunité de hausse des ARPU. Il s'agit du modèle dans lequel le marché mobile se situe encore aujourd'hui, sur le segment low cost en particulier. Dans ce scénario, l'avantage concurrentiel de Bouygues sur la 4G s'érode, et son désavantage compétitif sur la fibre s'accroît. Bouygues Telecom est acculé à un rôle de fournisseur low cost, du fait notamment d'une capacité d'investissement insuffisante, et finalement contraint à un rapprochement.
- **Le « market repair » spontané.** Les différents acteurs, progressivement, sortent de la logique promotionnelle exacerbée, engagent des hausses de tarifs, et se suivent les uns les autres dans ces mouvements (à l'initiative nécessaire de SFR et surtout d'Orange, en tant que « market maker »). C'est ce que l'on semble constater aujourd'hui, dans une forme encore très préliminaire, sur le marché du fixe. Dans ce scénario, Bouygues Telecom retrouve des marges d'investissement et s'assure une croissance rentable et durable. La consolidation demeure ici une option, à la main de Bouygues Telecom.

Nous retenons le scénario 2 dans les hypothèses de notre modèle, pour les quatre raisons suivantes :

- **La situation actuelle n'est pas durable,** et chaque acteur a cruellement besoin d'un market repair : le marché volume va peu à peu se tarir, Bouygues Telecom doit financer ses investissements dans la fibre, SFR doit rembourser sa dette et poursuit une stratégie premium contrariée jusqu'à présent par une qualité de service insuffisante, Iliad va devoir passer d'une logique volume à une logique valeur et stabiliser son activité en France afin de sécuriser son développement en Italie, tandis qu'Orange a besoin de consolider son statut, et notamment apprécier sa valorisation boursière, afin de participer en bonne position à d'éventuelles opérations de consolidation à l'échelle Européenne.
- **Les opportunités d'appréciation de l'ARPU sont réelles** sur le marché, sous réserve d'un jeu concurrentiel assaini : valorisation des usages data croissants et des nouveaux services associés, en particulier les offres étoffées de contenus. Nous ne sommes en effet pas dans une situation de marché où l'absence d'innovation interdirait de pratiquer des augmentations de prix.

- Il s'agit d'un **scénario compatible avec la politique de l'ARCEP**, qui met aujourd'hui davantage en avant l'innovation, l'investissement et la qualité de service par rapport au facteur prix qui fut l'alpha et l'omega de la régulation Française des télécoms pendant de nombreuses années.
- Aucun couple acheteur vendeur ne s'impose clairement à l'heure actuelle. Une telle opération nous paraît **politiquement infaisable** avant les prochaines échéances électorales, et nous jugeons **faible la lisibilité de la position réelle de Martin Bouygues** sur le sujet, étant donnée la succession d'évènements ces dernières années (étude d'un rapprochement avec Orange puis tentative de rachat de SFR en 2014, fin de non-recevoir à l'offre d'Altice puis annonce d'un plan de poursuite « standalone » de l'activité en 2015, nouvelle tentative de rapprochement avec Orange début 2016, avant de rompre les négociations après trois mois de discussions).

Nous n'incluons donc dans notre valorisation **aucune « prime transactionnelle »** liée à la cession de Bouygues Telecom ou à un autre scénario de consolidation et donc à la réalisation des synergies de coûts ou de redressement accéléré du marché. Celles-ci demeurent à ce stade une « simple » **opportunité**.

Nous discutons néanmoins ci-après les scénarios de consolidation qui nous semblent envisageables.

10.5.2. Impact d'une éventuelle consolidation

Si nous **excluons un retour de la consolidation sur le court terme dans notre cas de base**, la **consolidation reste possible**, sur le **moyen terme**, même dans un scénario où un market repair spontané aurait commencé à se réaliser.

Nous pensons que la période d'élections qui s'annonce en France n'est pas favorable à une opération majeure sur le marché à court terme, notamment impliquant Orange. Par ailleurs, nous ne voyons pas la succession de Martin Bouygues à horizon 2018 comme un catalyseur significatif pouvant influencer sur la stratégie du groupe à l'égard des différents scénarios de consolidation.

Le tableau suivant présente une synthèse des points forts et faibles, ainsi que de la probabilité des principaux scénarios de consolidation envisageable.

Fig. 73: Scénarii de consolidation, avantages/inconvénients et probabilités

Buyer	Seller	Pros	Cons	Probability
Orange	Bouygues	Relationships between M Bouygues and S Richard	Regulatory issues	++
		Workforce and social considerations	Execution complexity	
		Consistency with Martin Bouygues's will to stay in Telecoms	Political considerations	
Bouygues	SFR	Existing network agreements	Valuation discussions	+
		Opportunity for Altice to reinvest in USA	Timing unfavourable to SFR (low market valuation, integration still ongoing)	
		Fixed/Mobile complementarity		
SFR	Bouygues	Existing network agreements	Workforce and social considerations	-
		Fixed/Mobile complementarity	Inconsistency with Martin Bouygues's will to stay in Telecoms	
Iliad	Bouygues	Execution and regulatory considerations	Relationships between Martin Bouygues and Xavier Niel	--
		Mobile infrastructures complementarity	Inconsistency with Martin Bouygues's will to stay in Telecoms	
			Workforce and social considerations	
Bouygues	Iliad	Execution and regulatory considerations	Relationships between Martin Bouygues and Xavier Niel	---
		Complementarity of mobile infrastructures	Xavier Niel not a seller	

Source: Garnier & Co ests.

Please see the section headed "Important information" on the back page of this report.

Parmi les deux scénarii qui nous semble les plus probables: **1/** un retour du schéma déjà envisagé avec Orange début 2016, ou **2/** un rachat de SFR par Bouygues.

10.5.2.1. Rapprochement Bouygues Telecom – Orange, impact sur la valeur transactionnelle de Bouygues Telecom.

Rappelons en préambule les deux principales raisons qui ont conduit au renoncement de Martin Bouygues le 1^{er} avril : **1/** des risques d'exécution liés notamment aux conditions imposées par Iliad, **2/** des exigences de l'Etat actionnaire d'Orange, en terme de valorisation ou de contrôle du capital difficilement acceptables par Bouygues. Des informations de presse, non démenties par les intéressés, ont fait état d'une **amélioration sensible** de ces points bloquants dans les jours suivants le refus de Martin Bouygues. Mais il était sans doute trop tard pour changer d'avis. Nous pensons donc dans tous les cas que le deal était **extrêmement proche** de se produire.

Dans le cadre d'une opération avec Orange, nous pensons que **la valeur transactionnelle de Bouygues Telecom devrait être relativement stable dans le temps**, quelle que soit l'évolution du marché. Dit autrement, nous pensons que Martin Bouygues, en refusant la transaction avec Orange en ce début d'année (de même qu'avec avec SFR mi 2015) ne prend **pas de risque de voir la valeur transactionnelle de sa filiale baisser significativement**. Au contraire, il fait le pari que la valeur future de la société sera au moins égale, voire supérieure, du fait de la croissance des revenus poursuivie, comme nous le démontrons ci-après (en revanche cette décision repousse à une date indéterminée la matérialisation de la survaleur induite par les synergies de coûts issus du rapprochement avec un concurrent sur le marché).

Nous estimons en effet que la valeur de transaction de Bouygues Telecom (c'est-à-dire le prix qu'est prêt à mettre un acheteur potentiel pour acquérir la société) est la somme des trois éléments suivants :

- **La valeur opérationnelle de l'activité post synergies de coûts** permises par l'élimination des redondances entre l'acquéreur et la cible (essentiellement réseaux fixes et mobiles, SI, distribution, structures) En première approche (et coûts de restructuration mis à part), les synergies en question sont telles que la valeur de cible peut être appréhendée directement par un multiple de son chiffre d'affaires. Ici, nous estimons cette valeur à 8Md€, c'est-à-dire 2x le CA 2015 de Bouygues Telecom (équivalent aussi à 6x l'EBITDA 2015 plus 50% de synergies actualisées d'un montant total de 7Md€. Il est à noter que, dans le cadre d'une transaction, l'acheteur n'accepte en général de ne payer au vendeur qu'une fraction des synergies potentielles). Ainsi, cette valeur est destinée à augmenter dans le temps, à mesure que la cible et conquiert des clients et du chiffre d'affaires.
- **La valeur des effets de « market repair »** induits par la consolidation du marché : moindre pression sur les prix, report des flux marché sur 3 acteurs au lieu de 4, économies induites sur les coûts de fidélisation et d'acquisition. Nous pensons que ces synergies peuvent atteindre, à date et pour la totalité du marché français, une valeur de l'ordre de 10Md€. Dans le cadre d'une transaction, celles-ci sont cependant difficilement chiffrables objectivement. Elles sont très dépendantes du profil de l'acquéreur (fonction de sa taille, de son modèle économique et de ses forces/faiblesses spécifiques sur le marché) et nous paraissent être avant tout une variable d'ajustement des négociations et de la valeur payée pour la cible.

- **La valeur des actifs qui seraient cédés** dans la cadre du rapprochement : antennes mobiles, infrastructures fibre, fréquences, réseau de distribution. Un montant de l'ordre de 1.5Md€ a été évoqué lors de dernières discussions de rapprochement avec Orange.

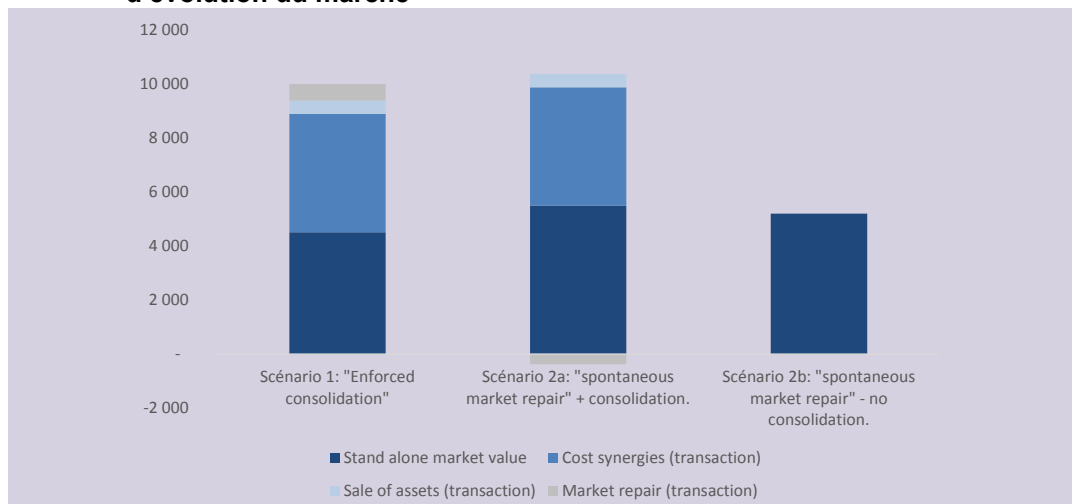
Les transactions envisagées avec SFR mi 2015 et avec Orange début 2016 valorisaient, selon les informations publiques, Bouygues Telecom à hauteur de 10Md€. On peut estimer que cette valeur se décompose donc en 1/ 8Md€ de valorisation de Bouygues Telecom post synergies de coûts (c'est-à-dire 2 fois le chiffre d'affaires « réseau » 2015), 2/ v1.5Md€ de reventes d'actifs redondants (fréquences, réseau mobile et boutiques), et 3/ le solde (~500M€) de goodwill au titre du « market repair ».

Dans notre scénario 1 de pression continue sur les prix conduisant à une consolidation forcée, la valeur intrinsèque de Bouygues Telecom, même post synergies, sera sous pression du fait d'une valeur client elle-même sous pression. Et la valeur des actifs à céder s'amointrit également avec le temps. Cependant, **l'impact du market repair potentiel dans une telle configuration de marché sera décuplé**. En admettant une dépréciation de valeur de marché des actifs cédés de 66% et une croissance nulle des revenus de Bouygues Telecoms, alors l'urgence croissante d'un market repair peut justifier la compensation du 1Md€ de perte de valeur correspondant. On peut objecter que dans une telle situation, Bouygues Telecom, affaibli, ne sera pas en position de force dans les négociations. Si cela est vrai, il nous paraît cependant raisonnable de compter sur **une concurrence renforcée entre les acheteurs potentiels** pour faire aboutir un deal dans un contexte où le market repair serait devenu critique.

Dans notre scénario 2 de « market repair spontané », la perte de valeur des actifs cédés devraient être compensée dans une large mesure par la **hausse de valeur de Bouygues Telecom induite par la hausse de son chiffre d'affaires**. En effet, sur la base d'une valorisation de l'actif économique à hauteur de 2 fois le chiffres d'affaires, il « suffit » d'une croissance des revenus à hauteur de 10% pour compenser une chute de valeur des actifs cédés de 1Md€. Cette croissance des revenus nous paraît compatible avec le scénario de base de poursuite de l'activité de Bouygues Telecom. Et même si l'impact d'un market repair dans un tel scénario serait affaibli, il nous semble toujours suffisant pour atteindre une valeur transactionnelle de 10Md€.

Les différents scénarios d'évolution du marché et de valorisation correspondante de Bouygues Telecom sont synthétisés dans la figure ci-dessous.

Fig. 74: Valorisation de Bouygues Telecom dans les différents scénarios d'évolution du marché



Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

10.5.2.2. Opportunité de rachat de SFR par Bouygues Telecom : quelle crédibilité ?

Suite aux dernières rumeurs de consolidation intervenues mi-septembre (démenties par Bouygues), et excluant qu'Orange joue cette fois un rôle central, nous pensons que le scénario d'un potentiel **rachat de SFR par Bouygues pourrait refaire surface**. Rappelons ici que Bouygues s'était battu avec Altice/Numericable pour emporter le rachat de SFR auprès de Vivendi début 2014.

Nous pensons que ce scénario fait du sens pour les raisons suivantes :

1/ D'abord, d'un point de vue **industriel**, Bouygues Telecom a **besoin de THD fixe**, ce dont SFR dispose, et **SFR a besoin d'un réseau mobile de qualité**, ce dont Bouygues Telecom dispose. Rappelons que les deux parties sont déjà liées, sur le fixe et sur le mobile, par des accords de partage d'infrastructures. 2/ **Altice est aujourd'hui embourbé avec SFR, dont le redressement prend du temps**, qui souffre d'un **retard significatif dans le réseau mobile**, et qui représente aujourd'hui, à notre sens, le principal facteur opérationnel de doute concernant les perspectives d'Altice. Nous pensons que vendre SFR, provoquer la consolidation du marché en conservant une part minoritaire afin de profiter du market repair, et réinvestir la vente sur un marché présentant d'avantages d'opportunités telles que les Etats-Unis, est un scénario qui peut faire sens pour Patrick Drahi.

Bien sûr ce scénario soulève également des points durs : comment imaginer que Patrick Drahi cède sa plus grosse filiale acquises il y a à peine 2 ans, au cœur de son projet de convergence, et qui est toujours en phase de restructuration ? Est-ce le meilleur moment, alors que SFR est sans-doute à un point bas de sa valorisation, pour vendre l'activité ? Les deux parties peuvent-elle s'entendre sur une valorisation acceptable étant donné ce contexte ? Quelle gouvernance pour le nouvel ensemble ?

Beaucoup de points restent en suspens, mais ils ne rendent **pas ce scénario irréaliste**. Nous pensons en effet qu'une prime de 20% sur le cours actuel de SFR, valorisant la société proche des multiples sur lesquels elle a été vendue en 2014 (~7x EV/EBITDA) ne pourrait laisser Altice indifférent et serait créateur de valeur pour Bouygues. Divers modes de financement pourraient être envisagés par Bouygues (dette, augmentation de capital Bouygues et/ou cotation de Bouygues Telecom, comme évoqué en 2014). A titre d'illustration avec 100% de dette on pourrait atteindre au niveau de Bouygues des ratios d'endettement inférieurs à 4x la dette nette / EBITDA 2016e post synergies, comme illustré dans le tableau suivant.

Fig. 75: Scénario de rapprochement Bouygues SFR

	2016e	2016e	2016e	2016e	2016e
	Bouygues	Bouygues Tel	SFR (excl. Media)	Bouygues + SFR	Bouygues Telecom + SFR
EBITDA	2637	917	3970	7096	5375
Net debt	3099	1131	14098	26790	24822
Net debt/EBITDA	1,2	1,2	3,6	3,8	4,6
SFR Equity Value (current)				11420	
Transactional premium				20%	
SFR Equity Value (transaction)				13704	
SFR EV (transaction)				27802	
SFR EV/EBITDA (transaction)				7,0	
Altice's remaining stake in SFR				30%	
Bouygues Cash out (100% debt funded)				9592,8	
Expected synergies (annual run rate)				488,66	
				10%	

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

11. Annexes

Fig. 76: P&L Bouygues

	2015	2016e	2017e	2018e	2019e
SALES	32428	31906	32822	34018	35058
Other revenues from operations	92	137	144	144	144
CURRENT OPERATING PROFIT	941	1021	1245	1437	1600
Other operating income and expenses	-273	-273	-100	-50	-50
OPERATING PROFIT	668	748	1145	1387	1550
COST OF NET DEBT	-275	-248	-226	-230	-230
Other financial income and expenses	6	2	0	0	0
Income tax expense	-118	-191	-315	-397	-453
Joint ventures and associates	199	90	138	153	158
NET PROFIT FROM CONTINUING OPERATIONS	480	401	742	913	1024
NET PROFIT	480	401	742	913	1024
Net profit attributable to non-controlling interests	77	41	77	77	77
Net profit attributable to the Group	403	360	665	836	947

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Fig. 77: Revenus Bouygues par activité

	2015	2016e	2017e	2018e	2019e
SALES	32428	31906	32822	34018	35058
Other revenues from operations	92	137	144	144	144
Construction	26239	25494	26217	27218	28106
ow Bouygues Construction	11975	11650	11825	12180	12545
ow Bouygues Immobilier	2304	2505	2918	3220	3388
ow Colas	11960	11338	11474	11818	12173
TF1	2004	2064	2052	2052	2052
Bouygues Telecom	4505	4707	4925	5120	5273
Holding and others	135	139	132	132	132
Intra group adj.	-455	-497	-504	-504	-504

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Fig. 78: Résultat opérationnel courant Bouygues par activité

	2015	2016e	2017e	2018e	2019e
CURRENT OPERATING PROFIT	941	1021	1245	1437	1600
Construction	832	853	924	1002	1076
ow Bouygues Construction	350	339	362	391	422
ow Bouygues Immobilier	138	153	180	200	212
ow Colas	344	361	382	411	442
TF1	158	67	46	40	33
Bouygues Telecom	-11	134	311	431	527
Holding and others	135	-33	-36	-36	-36

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Fig. 79: Cash Flow Bouygues

	2015	2016e	2017e	2018e	2019e
Net Profit	480	401	742	913	1024
D&A	1454	1589	1593	1602	1613
Cost of net debt	275	248	226	230	230
Taxes	118	191	315	397	453
Others	-260	2	0	0	0
CASH FLOW (before interest and taxes)	2067	2431	2876	3142	3320
- Cost of net debt	275	248	226	230	230
- Income tax expense	118	191	315	397	453
- Net capital expenditure	1890	1678	1656	1716	1737
<i>ow Bouygues Construction</i>	214	217	220	227	234
<i>ow Bouygues Immobilier</i>	13	11	75	14	15
<i>ow Colas</i>	311	454	359	473	487
<i>Ow TF1</i>	58	190	188	188	188
<i>ow Bouygues Tel (incl. Licenses)</i>	1289	804	814	814	814
FREE CASH FLOW – Bouygues definition	-216	314	679	800	900
CHANGE IN WORKING CAPITAL*	203	145	10	-3	-297
FREE CASH FLOW – BG definition	-13	459	688	796	603
Others Investing cash flow	1194	637	-116	-116	0
Others Financing cash flow (dividends...)	-1568	-639	-642	-642	-642
Cash tax adjustment (not incl. In WCR)	-76	-140	0	0	0
FX	143	-49	0	0	0
Cash variation	-320	268	-70	38	-39

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Fig. 80: Dette nette Bouygues

	2015	2016e	2017e	2018e	2019e
NET DEBT	-2561	-2563	-2633	-2595	-2634
<i>ow constr</i>	0	3187	3098	2993	2881
<i>ow colas</i>	0	587	650	711	801
<i>ow immo</i>	0	1	-3	-17	-38
<i>ow tf1</i>	0	165	152	156	155
<i>ow bytel</i>	0	-1131	-1159	-1067	-793
<i>ow holding</i>	0	-5371	-5371	-5371	-5371

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Fig. 81: P&L Bouygues Telecom

	2015	2016e	2017e	2018e	2019e
SALES	4505	4707	4925	5120	5273
SALES FROM NETWORK	3825	4031	4249	4444	4630
<i>of which fixed sales from network</i>	983	1078	1164	1238	1301
<i>of which mobile sales from network</i>	2842	2952	3085	3206	3330
<i>of which other sales</i>	680	676	676	676	642
Purchases used in production	-709	-714	-736	-756	-758
Personnel costs	-491	-493	-450	-455	-459
External charges	-2142	-2185	-2229	-2273	-2319
Taxes other than income tax	-138	-141	-148	-154	-158
Net depreciation and amortisation expense	-773	-793	-800	-800	-800
Net charges to provisions and impairment losses	-2	-8	-8	-8	-8
Other income and expenses from operations	-261	-239	-244	-244	-244
EBITDA	752	917	1099	1219	1315
EBITDA Margin (% of sales from network)	19,7%	22,7%	25,9%	27,4%	28,4%
CURRENT OPERATING PROFIT	-11	134	311	431	527
Other operational revenues and expenses	-123	-98	-100	-50	-50
OPERATING PROFIT	-134	36	211	381	477
Cost of net debt	-8	-10	-10	-10	-9
Other financial income and expenses	-8	-7	-8	-8	-8
Taxes	51	-1	-51	-124	-158
% of taxable income	-0,34	0	0	0	0
Joint ventures and associates	34	0	0	0	0
NET PROFIT	-65	18	141	238	302

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Fig. 82: Cash Flow Bouygues Telecom

	2014	2015	2016e	2017e	2018e	2019e
Net Profit	-45	-65	18	141	238	302
D&A	773	773	793	800	800	800
Cost of net debt	8	8	10	10	10	9
Taxes	-33	-51	1	51	124	158
Others	94	-11	31	0	0	0
CASH FLOW (before interest and taxes)	797	654	853	1003	1173	1269
- Cost of net debt	8	8	10	10	10	9
- Income tax expense	-33	-51	1	51	124	158
- Net capital expenditure (incl. Licenses cash)	684	825	1036	930	930	814
FREE CASH FLOW - Bouygues definition (incl. Licenses cash)	138	-128	-195	11	109	288
CHANGE IN WORKING CAPITAL*	24	-84	4	-39	-17	-14
FREE CASH FLOW - BG definition	162	-212	-190	-28	92	275

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Fig. 83: Coût des programmes TF1 (H1 2016)

	Cost	Cost mix
Entertainment, games, magazines	143	28%
Movies (cinema)	70	14%
Series and other fictions for TV	170	33%
Sports (excl. UEFA 2016 championship)	22	4%
Information	67	13%
Young, animation	8	2%
UEFA 2016 championship	38	7%
Total	518	x

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Bryan Garnier stock rating system

For the purposes of this Report, the Bryan Garnier stock rating system is defined as follows:

Stock rating

BUY	Positive opinion for a stock where we expect a favourable performance in absolute terms over a period of 6 months from the publication of a recommendation. This opinion is based not only on the FV (the potential upside based on valuation), but also takes into account a number of elements that could include a SWOT analysis, momentum, technical aspects or the sector backdrop. Every subsequent published update on the stock will feature an introduction outlining the key reasons behind the opinion.
NEUTRAL	Opinion recommending not to trade in a stock short-term, neither as a BUYER or a SELLER, due to a specific set of factors. This view is intended to be temporary. It may reflect different situations, but in particular those where a fair value shows no significant potential or where an upcoming binary event constitutes a high-risk that is difficult to quantify. Every subsequent published update on the stock will feature an introduction outlining the key reasons behind the opinion.
SELL	Negative opinion for a stock where we expect an unfavourable performance in absolute terms over a period of 6 months from the publication of a recommendation. This opinion is based not only on the FV (the potential downside based on valuation), but also takes into account a number of elements that could include a SWOT analysis, momentum, technical aspects or the sector backdrop. Every subsequent published update on the stock will feature an introduction outlining the key reasons behind the opinion.

Distribution of stock ratings

BUY ratings 57.1%

NEUTRAL ratings 31.2%

SELL ratings 11.7%

Research Disclosure Legend

1	Bryan Garnier shareholding in Issuer	Bryan Garnier & Co Limited or another company in its group (together, the "Bryan Garnier Group") has a shareholding that, individually or combined, exceeds 5% of the paid up and issued share capital of a company that is the subject of this Report (the "Issuer").	No
2	Issuer shareholding in Bryan Garnier	The Issuer has a shareholding that exceeds 5% of the paid up and issued share capital of one or more members of the Bryan Garnier Group.	No
3	Financial interest	A member of the Bryan Garnier Group holds one or more financial interests in relation to the Issuer which are significant in relation to this report	No
4	Market maker or liquidity provider	A member of the Bryan Garnier Group is a market maker or liquidity provider in the securities of the Issuer or in any related derivatives.	No
5	Lead/co-lead manager	In the past twelve months, a member of the Bryan Garnier Group has been lead manager or co-lead manager of one or more publicly disclosed offers of securities of the Issuer or in any related derivatives.	No
6	Investment banking agreement	A member of the Bryan Garnier Group is or has in the past twelve months been party to an agreement with the Issuer relating to the provision of investment banking services, or has in that period received payment or been promised payment in respect of such services.	No
7	Research agreement	A member of the Bryan Garnier Group is party to an agreement with the Issuer relating to the production of this Report.	No
8	Analyst receipt or purchase of shares in Issuer	The investment analyst or another person involved in the preparation of this Report has received or purchased shares of the Issuer prior to a public offering of those shares.	No
9	Remuneration of analyst	The remuneration of the investment analyst or other persons involved in the preparation of this Report is tied to investment banking transactions performed by the Bryan Garnier Group.	No
10	Corporate finance client	In the past twelve months a member of the Bryan Garnier Group has been remunerated for providing corporate finance services to the issuer or may expect to receive or intend to seek remuneration for corporate finance services from the Issuer in the next six months.	No
11	Analyst has short position	The investment analyst or another person involved in the preparation of this Report has a short position in the securities or derivatives of the Issuer.	No
12	Analyst has long position	The investment analyst or another person involved in the preparation of this Report has a long position in the securities or derivatives of the Issuer.	No
13	Bryan Garnier executive is an officer	A partner, director, officer, employee or agent of the Bryan Garnier Group, or a member of such person's household, is a partner, director, officer or an employee of, or adviser to, the Issuer or one of its parents or subsidiaries. The name of such person or persons is disclosed above.	No
14	Analyst disclosure	The analyst hereby certifies that neither the views expressed in the research, nor the timing of the publication of the research has been influenced by any knowledge of clients positions and that the views expressed in the report accurately reflect his/her personal views about the investment and issuer to which the report relates and that no part of his/her remuneration was, is or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed in the report.	Yes
15	Other disclosures	Other specific disclosures: Report sent to Issuer to verify factual accuracy (with the recommendation/rating, price target/spread and summary of conclusions removed).	YES

Summary of Investment Research Conflict Management Policy is available www.bryangarnier.com



BRYAN, GARNIER & CO

London	Paris	New York	Munich
Beaufort House	26 Avenue des Champs Elysées	750 Lexington Avenue	Widenmayerstrasse 29
15 St. Botolph Street	75008 Paris	New York, NY 10022	80538 Munich
London EC3A 7BB	Tel: +33 (0) 1 56 68 75 00	Tel: +1 (0) 212 337 7000	Germany
Tel: +44 (0) 207 332 2500	Fax: +33 (0) 1 56 68 75 01	Fax: +1 (0) 212 337 7002	+49 89 2422 62 11
Fax: +44 (0) 207 332 2559	Regulated by the	FINRA and SIPC member	
Authorised and regulated by the Financial Conduct Authority (FCA) and Conduct Authority (FCA)	the Autorité de Contrôle prudentiel et de resolution (ACPR)		

Important information

This document is classified under the FCA Handbook as being investment research (independent research). Bryan Garnier & Co Limited has in place the measures and arrangements required for investment research as set out in the FCA's Conduct of Business Sourcebook.

This report is prepared by Bryan Garnier & Co Limited, registered in England Number 03034095 and its MIFID branch registered in France Number 452 605 512. Bryan Garnier & Co Limited is authorised and regulated by the Financial Conduct Authority (Firm Reference Number 178733) and is a member of the London Stock Exchange. Registered address: Beaufort House 15 St. Botolph Street, London EC3A 7BB, United Kingdom

This Report is provided for information purposes only and does not constitute an offer, or a solicitation of an offer, to buy or sell relevant securities, including securities mentioned in this Report and options, warrants or rights to or interests in any such securities. This Report is for general circulation to clients of the Firm and as such is not, and should not be construed as, investment advice or a personal recommendation. No account is taken of the investment objectives, financial situation or particular needs of any person.

The information and opinions contained in this Report have been compiled from and are based upon generally available information which the Firm believes to be reliable but the accuracy of which cannot be guaranteed. All components and estimates given are statements of the Firm, or an associated company's, opinion only and no express representation or warranty is given or should be implied from such statements. All opinions expressed in this Report are subject to change without notice. To the fullest extent permitted by law neither the Firm nor any associated company accept any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from the use of this Report. Information may be available to the Firm and/or associated companies which are not reflected in this Report. The Firm or an associated company may have a consulting relationship with a company which is the subject of this Report.

This Report may not be reproduced, distributed or published by you for any purpose except with the Firm's prior written permission. The Firm reserves all rights in relation to this Report.

Past performance information contained in this Report is not an indication of future performance. The information in this report has not been audited or verified by an independent party and should not be seen as an indication of returns which might be received by investors. Similarly, where projections, forecasts, targeted or illustrative returns or related statements or expressions of opinion are given ("Forward Looking Information") they should not be regarded as a guarantee, prediction or definitive statement of fact or probability. Actual events and circumstances are difficult or impossible to predict and will differ from assumptions. A number of factors, in addition to the risk factors stated in this Report, could cause actual results to differ materially from those in any Forward Looking Information.

Disclosures specific to clients in the United Kingdom

This Report has not been approved by Bryan Garnier & Co Limited for the purposes of section 21 of the Financial Services and Markets Act 2000 because it is being distributed in the United Kingdom only to persons who have been classified by Bryan Garnier & Co Limited as professional clients or eligible counterparties. Any recipient who is not such a person should return the Report to Bryan Garnier & Co Limited immediately and should not rely on it for any purposes whatsoever.

Notice to US investors

This research report (the "Report") was prepared by Bryan Garnier & Co Limited for information purposes only. The Report is intended for distribution in the United States to "Major US Institutional Investors" as defined in SEC Rule 15a-6 and may not be furnished to any other person in the United States. Each Major US Institutional Investor which receives a copy of this Report by its acceptance hereof represents and agrees that it shall not distribute or provide this Report to any other person. Any US person that desires to effect transactions in any security discussed in this Report should call or write to our US affiliated broker, Bryan Garnier Securities, LLC, 750 Lexington Avenue, New York NY 10022. Telephone: 1-212-337-7000.

This Report is based on information obtained from sources that Bryan Garnier & Co Limited believes to be reliable and, to the best of its knowledge, contains no misleading, untrue or false statements but which it has not independently verified. Neither Bryan Garnier & Co Limited and/or Bryan Garnier Securities LLC make no guarantee, representation or warranty as to its accuracy or completeness. Expressions of opinion herein are subject to change without notice. This Report is not an offer to buy or sell any security.

Bryan Garnier Securities, LLC and/or its affiliate, Bryan Garnier & Co Limited may own more than 1% of the securities of the company(ies) which is (are) the subject matter of this Report, may act as a market maker in the securities of the company(ies) discussed herein, may manage or co-manage a public offering of securities for the subject company(ies), may sell such securities to or buy them from customers on a principal basis and may also perform or seek to perform investment banking services for the company(ies).

Bryan Garnier Securities, LLC and/or Bryan Garnier & Co Limited are unaware of any actual, material conflict of interest of the research analyst who prepared this Report and are also not aware that the research analyst knew or had reason to know of any actual, material conflict of interest at the time this Report is distributed or made available.