

INDEPENDENT RESEARCH
UPDATE

14 décembre 2016

TMT

Bloomberg	SOP FP
Reuters	SOPR.PA
+Haut /+Bas 12 mois (EUR)	119,0 / 84,5
Capitalisation Boursière (MEUR)	2 083
Valeur d'Entreprise	2 663
Volume moyen 6 mois (000 actions)	28,60
Flottant	66,8%
TMVA BPA (3 ans)	15,2%
Gearing (12/15)	43%
Rendement (12/16e)	1,87%

Fin Décembre	12/15	12/16e	12/17e	12/18e
C. d'affaires (M€)	3 584	3 743	3 861	4 042
EBITA €m)	245,5	288,7	328,5	359,7
Op.Margin (%)	6,8	7,7	8,5	8,9
BPA dilué (€)	7,39	8,78	10,21	11,29
EV/CA	0,7x	0,7x	0,7x	0,6x
EV/EBITDA	8,6x	7,9x	6,7x	5,8x
EV/EBITA	10,6x	9,2x	7,8x	6,6x
P/E	13,8x	11,6x	10,0x	9,0x
ROCE	11,0	11,4	12,8	14,0



Sopra Steria Group

N'ayez pas peur du Royaume-Uni

Fair Value 125EUR (cours 101,70EUR)

ACHAT

Nous réitérons notre recommandation **Achat** et notre *fair value* basée sur un DCF de 125 EUR, laissant un potentiel de hausse de 23%. Alors que le titre a souffert de son exposition au Royaume-Uni, nous estimons que Sopra Steria bénéficie : 1) de l'amélioration de sa croissance organique ; 2) de risques « Brexit » surestimés ; 3) d'une forte capacité d'acquisitions ; 4) d'une valorisation attractive.

■ **Amélioration des tendances.** Alors que les synergies de coûts liées à l'acquisition de Steria sont presque derrière nous, l'intérêt d'investir dans Sopra Steria réside désormais à nos yeux dans sa capacité à maintenir une croissance au-dessus de son marché. Alors que le conseil et l'intégration de systèmes, Banking Software et les autres solutions tirent la croissance, l'Allemagne, l'infogérance en France et le Royaume-Uni s'améliorent.

■ **Risques surestimés au Royaume-Uni.** Nous estimons que le Brexit affectera peu Sopra Steria au Royaume-Uni car 78% du CA y est récurrent et 68% du CA y est généré avec le gouvernement. Nous anticipons une stabilité du CA compte tenu d'une activité étale auprès du gouvernement, d'un retour à la croissance dans la banque, et d'une reconstruction en cours dans le reste du secteur privé. Enfin, la remontée des taux peut laisser espérer une stabilisation, voire une décade, de la provision pour retraites.

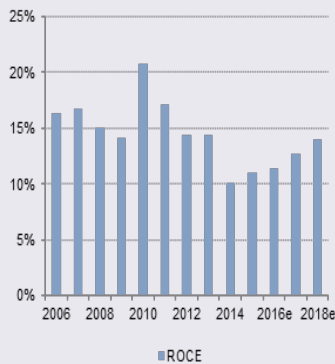
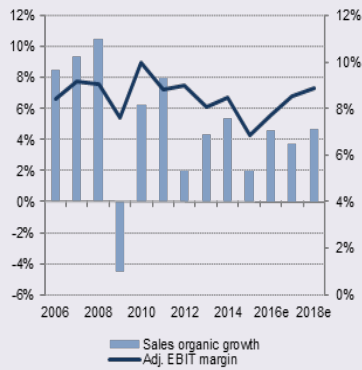
■ **Forte capacité de désendettement pour financer les acquisitions.** Compte tenu d'un free cash flow qui devrait selon nous atteindre 150 M EUR par an d'ici 2018 avec la fin des synergies liées à Steria, nous estimons que Sopra Steria devrait se désendetter totalement d'ici 2020. Nous ne sommes pas inquiets sur le financement des acquisitions futures (jusqu'à 100-150 M EUR par an), avec 1 Md EUR de lignes de crédit utilisables.

■ **Valorisation attractive.** Malgré un TMVA de notre EPS de 15% sur 2015-18e, l'action se paye sur des EV/EBIT de 9.2x 2016 et 7.8x 2017, soit une décote de 10% par rapport à la moyenne des SSII en Europe.



Analyst:
Gregory Ramirez
33(0) 1 56 68 75 91
gramirez@bryangarnier.com

Sector Analyst Team:
Richard-Maxime Beaudoux
Thomas Coudry
Dorian Terral



Activités

Fondé en 1968, and cotée sur Euronext Paris depuis 1990, Sopra Steria est l'une des plus grands groupes de services informatiques en Europe, employant plus de 38 000 personnes. Le groupe génère 57% de son CA en Conseil & Intégration de Systèmes, 15% en Business Process Services, 14% en Infogérance et 14% dans les Solutions (Sopra Banking Software 8%, Sopra HR Software 4%, Solution Immobilier 2%). Au niveau géographique, 46% est réalisé en France, vs. 29% au Royaume-Uni, 23% dans le reste de l'Europe, et 2% dans le reste du monde. Par Industrie, le Gouvernement représente 25% du CA, vs. 21% dans la Banque, 16% dans l'Aéronautique/Défense/Sécurité, 8% dans l'Energie/Utilities, 6% dans les Télécoms/Médias, 5% dans le Transport et 3% dans la Distribution.

Simplified Profit & Loss Account (EURm)	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e	2019e
Revenues	1 349	2 280	3 584	3 743	3 861	4 042	4 248
Change (%)	10,9%	69,0%	57,2%	4,4%	3,2%	4,7%	5,1%
lfi change (%)	4,3%	5,4%	2,0%	4,6%	3,7%	4,7%	5,1%
Adjusted EBITDA	130	220	304	339	380	411	443
Depreciation & amortisation	-21,3	-27,0	-58,4	-50,1	-51,1	-51,1	-51,1
Adjusted EBIT	109	193	246	289	328	360	392
EBIT	104	148	153	238	280	310	341
Change (%)	13,9%	42,6%	3,0%	56,3%	17,3%	10,9%	10,0%
Financial results	-8,4	-18,1	-23,0	-22,1	-19,9	-17,9	-17,4
Pre-Tax profits	95,5	130	130	216	260	292	324
Exceptionals	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tax	-32,5	-34,4	-47,2	-77,9	-91,7	-102	-113
Profits from associates	8,4	5,8	7,2	9,8	12,1	13,9	16,0
Minority interests	0,01	3,3	5,2	1,3	3,0	5,0	5,0
Net profit	71,4	98,2	84,4	147	177	199	221
Restated net profit	74,9	130	151	180	210	232	255
Change (%)	10,1%	73,7%	16,1%	19,3%	16,4%	10,6%	10,0%

Cash Flow Statement (EURm)	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e	2019e
Operating cash flows	56,8	118	174	226	241	261	281
Change in working capital	-1,7	14,8	-81,9	-79,8	-41,1	-11,3	-23,7
Capex, net	-16,9	-26,2	-42,3	-46,9	-49,0	-51,0	-53,0
Financial investments, net	0,98	-4,3	1,9	-36,5	2,2	2,2	2,2
Acquisitions, net	41,1	-134	-92,3	-105	0,0	0,0	0,0
Dividends	-20,2	-22,5	-37,5	-34,8	-38,9	-43,0	-47,1
Other	-22,8	-57,0	120	96,1	22,9	20,3	18,7
Net debt	155	442	531	580	463	301	138
Free Cash flow	38,3	106	49,4	99,7	151	198	205

Balance Sheet (EURm)	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e	2019e
Tangible fixed assets	49,2	110	119	120	122	126	132
Intangibles assets & goodwill	372	1 695	1 801	1 812	1 787	1 762	1 737
Investments	124	230	245	311	321	333	347
Deferred tax assets	25,6	155	143	163	163	163	163
Current assets	506	1 098	1 291	1 357	1 390	1 444	1 517
Cash & equivalents	102	222	223	174	291	453	615
Total assets	1 179	3 510	3 821	3 937	4 074	4 281	4 512
Shareholders' equity	358	1 087	1 233	1 208	1 348	1 506	1 680
Provisions	71,1	528	444	599	605	611	618
Deferred tax liabilities	2,1	8,1	15,8	15,8	15,8	15,8	15,8
L & ST Debt	257	665	754	754	754	754	754
Current liabilities	490	1 222	1 375	1 361	1 352	1 395	1 445
Total Liabilities	1 178	3 510	3 821	3 937	4 074	4 281	4 512
Capital employed	512	1 529	1 764	1 788	1 810	1 806	1 818

Ratios	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e	2019e
Operating margin	8,07	8,46	6,85	7,71	8,51	8,90	9,22
Tax rate	34,07	26,44	36,42	36,00	35,30	35,00	35,00
Net margin	5,29	4,31	2,35	3,93	4,59	4,92	5,21
ROE (after tax)	19,95	9,04	6,84	12,17	13,15	13,21	13,18
ROCE (after tax)	14,37	10,14	10,97	11,43	12,75	13,95	15,01
Gearing	43,19	40,71	43,05	48,00	34,32	19,97	8,23
Pay out ratio	31,65	37,87	41,10	26,49	24,27	23,69	21,27
Number of shares, diluted	11,96	19,65	20,45	20,52	20,53	20,53	20,53

Data per Share (EUR)	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e	2019e
EPS	6,00	5,02	4,14	7,17	8,65	9,71	10,81
Restated EPS	6,26	6,62	7,39	8,78	10,21	11,29	12,41
% change	9,9%	5,7%	11,6%	18,8%	16,3%	10,6%	10,0%
EPS bef. GDW	6,26	6,62	7,39	8,78	10,21	11,29	12,41
BVPS	29,92	55,30	60,31	58,87	65,64	73,33	81,82
Operating cash flows	4,75	5,99	8,49	11,03	11,74	12,70	13,71
FCF	3,20	5,41	2,42	4,86	7,35	9,66	9,97
Net dividend	1,90	1,90	1,70	1,90	2,10	2,30	2,30

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

1. Sous-valorisation notoire

1.1. Modèle DCF : 125 EUR par action

Notre *fair value* de 125 EUR obtenue à partir d'un modèle DCF intègre une marge d'EBIT ajustée de 9% à moyen terme.

Fig. 1: Hypothèses DCF

Risk-free interest rate	1,6%
Equity risk premium	7,0%
Beta	1,58
Return expected on equity	12,6%
Stock price (EUR)	101,7
Number of shares (m)	20,49
Market Capitalisation (EURm)	2 083
Net debt on 31/12/2016e (EURm)	580
Entreprise value (EURm)	2 663
Interest rate on debt	2,0%
Tax rate	35,0%
Sales growth rate to perpetuity	2,5%
WACC	10,3%

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

Fig. 2: FCF actualisés

in EURm (FYE 31/12)	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Sales	3 584	3 743	3 861	4 042	4 244	4 457	4 679	4 913	5 159	5 417	5 688	5 972
% chg	57,2%	4,4%	3,2%	4,7%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Operating profit	246	289	328	360	382	401	421	442	464	488	512	538
as a % of sales	6,8%	7,7%	8,5%	8,9%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Theoretical tax rate	36,4%	36,0%	35,3%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%
Theoretical tax	89	104	116	126	134	140	147	155	163	171	179	188
NOPAT	156	185	213	234	248	261	274	287	302	317	333	349
Depreciation	58	50	51	51	51	53	56	59	62	65	68	72
as a % of sales	1,6%	1,3%	1,3%	1,3%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%
Capex	43	47	49	51	51	53	56	59	62	65	68	72
as a % of sales	1,2%	1,3%	1,3%	1,3%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%
WCR	-83,4	-3,6	37,5	48,8	-21,2	-22,3	-23,4	-24,6	-25,8	-27,1	-28,4	-29,9
as a % of sales	-2,3%	-0,1%	1,0%	1,2%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%
Change in WCR	82	80	41	11	-70	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
Free cash flows	90	108	174	223	318	262	275	289	303	318	334	351
Discounted free cash flows	90	108	157	183	237	177	168	160	152	145	138	131
Sum of discounted FCF	1 626											
Terminal value	1 683											
Enterprise value	3 309											
Fair value of associates	164											
Fair value of financial assets	147											
Provisions	599											
Fair value minority interests	40											
NPV of tax credits	163											
Dilution (s/o, warrants, conv bds)	5											
Net debt on 31/12/2016e	580											
Equity value	2 569											
Diluted nbr of shares (m)	20,53											
Valuation per share (EUR)	125											

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

Nous obtenons une valorisation par modèle DCF de 125 EUR, soit 23% au-dessus du cours actuel, sur la base d'un taux sans risque de 1.6%, d'une prime de risque actions de 7%, et d'un bêta de 1.58.

Fig. 3: Analyse de sensibilité - marge d'EBIT et CMPC (EUR)

	EBIT margin					
	122	7,0%	8,0%	9,0%	10,0%	11,0%
WACC	9,5%	110	127	144	162	179
	10,0%	100	116	132	148	164
	10,3%	95	110	125	140	156
	11,0%	85	98	112	126	139
	11,5%	78	91	104	116	129

Source: Bryan, Garnier & Co. ests.

1.2. Analyse de la performance du titre

Une excellente performance boursière depuis mi-2012, mais une sous-performance notoire sur un an compte tenu des inquiétudes liées au Brexit, à la baisse des taux longs, aux élections présidentielles US, et à la baisse de la dynamique des SSII indiennes.

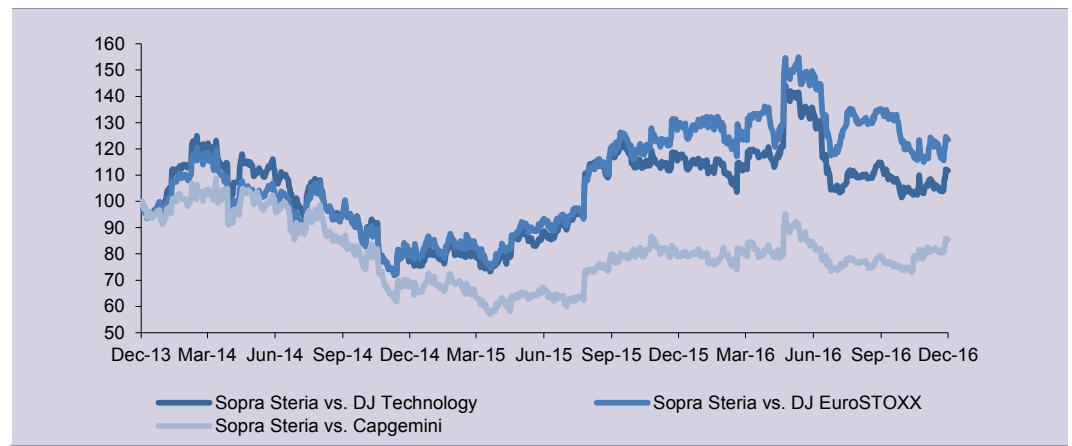
Compte tenu des inquiétudes liées au Brexit, l'action Sopra Steria est en baisse de 2% sur un an, ce qui en surperformance par rapport à Capgemini (-9%) mais en sous-performance par rapport à Atos (+26%), Accenture (+22% en euros), Tieto (+10%), et Indra (+9%). Sur 6 mois, la baisse est de 10%, contre +22% pour Atos, +11% en euros pour Accenture, +5% pour Tieto, +3% pour Indra, et -11% pour Capgemini. **La performance de Sopra Steria est en fait plus en ligne avec celle de ses confrères indiens que de celle de ses pairs européens** (sur les 6 derniers mois TCS, Infosys, Cognizant et Wipro ont été en baisse, en euros, de respectivement 9%, 13%, 1% et 12% en raison de la décélération de leur croissance depuis le T1 2016). Pourtant, Sopra Steria n'est pas exposé, contrairement à ses confrères indiens, au risque de restriction du nombre de visas de travail H-1B pour les Etats-Unis, qui pourrait peser sur leurs marges.

L'action Sopra Steria a effectué un très bon parcours boursier, bien que volatile, depuis son cours plancher du 15/07/2012 (+200%) lorsque celui-ci avait atteint 34.3 EUR suite à un ralentissement de la croissance organique, et au « spin-off » d'Axway début juin 2011. A partir de ce point bas, le cours avait rebondi de 87% pour atteindre 64 EUR le 1^{er}/03/2013. Le titre s'est ensuite replié de 15% pour atteindre 54.1 EUR le 14/06/2013 compte tenu d'une forte révision en baisse de la guidance de marge opérationnelle suite à l'acquisition de HR Access, société alors en pertes. Le cours a connu une progression continue (+47%) jusqu'au 26/02/2014 (94.5 EUR) avec une marge opérationnelle 2013 nettement supérieure à la guidance (8.1%, vs. 7.3-7.7%) grâce au redressement spectaculaire de HR Access. Le titre a ensuite chuté de 41% pour atteindre 56 EUR le 14/11/2014, compte tenu des inquiétudes soulevées par les investisseurs sur l'intégration de Steria et la crédibilité des objectifs fixés pour 2017 (CA de 3.8-4 Md EUR et marge opérationnelle de 9-10% avec 62 M EUR de synergies opérationnelles pour un coût des synergies de 65 M EUR).

Depuis la mi-novembre 2014, le titre a rebondi de 100% jusqu'à 112 EUR le 3/12/2015 grâce à des résultats 2014 supérieurs aux attentes (marge opérationnelle pro forma avec 12 mois de Steria à 6.9% vs. consensus à 6.5%) et une révision en hausse de la guidance de marge opérationnelle 2015 à 6.5% vs. 6% - ceci en dépit de l'abaissement le 19/03/2015 de l'objectif 2017 de marge opérationnelle à 8-9% (vs. 9-10%, compte tenu de hausses de salaires, de coûts supplémentaires dans les co-entreprises avec le gouvernement au Royaume-Uni, et de l'accélération des investissements sur Sopra Banking Software). Ensuite, il a recheté de 21% pour atteindre 89 EUR le 24/02/2016 avec un *sales warning* de Cognizant marquant le début du ralentissement de la dynamique de croissance des SSII indiennes. Le cours est alors remonté de 33% pour atteindre 118.8 EUR le 5/05/2016 avec une marge

opérationnelle 2015 au-dessus de la guidance (6.8% vs. c. 6.5%) grâce à des synergies de coûts avec Steria en avance sur le plan de marche (45 M EUR à fin 2015 vs. guidance à 35 M EUR), et le rehaussement de la guidance de croissance organique 2016 (3-5% vs. 2%), puis a baissé de 29% pour atteindre 84.5 EUR le 6/07/2016 en raison des inquiétudes liées au Brexit et à la baisse des taux longs - incidences négatives sur le déficit des retraites. Après un rebond sur juillet 2016, l'action remonta de 29% jusqu'à 108.65 EUR le 5/09/2016 avant de se replier de nouveau notamment en raison des incertitudes liées à l'élection présidentielle américaine qui ont surtout pesé sur les SSII indiennes. L'élection de Donald Trump laisse planer le risque de restrictions supplémentaires sur l'admission de travailleurs qualifiés aux Etats-Unis.

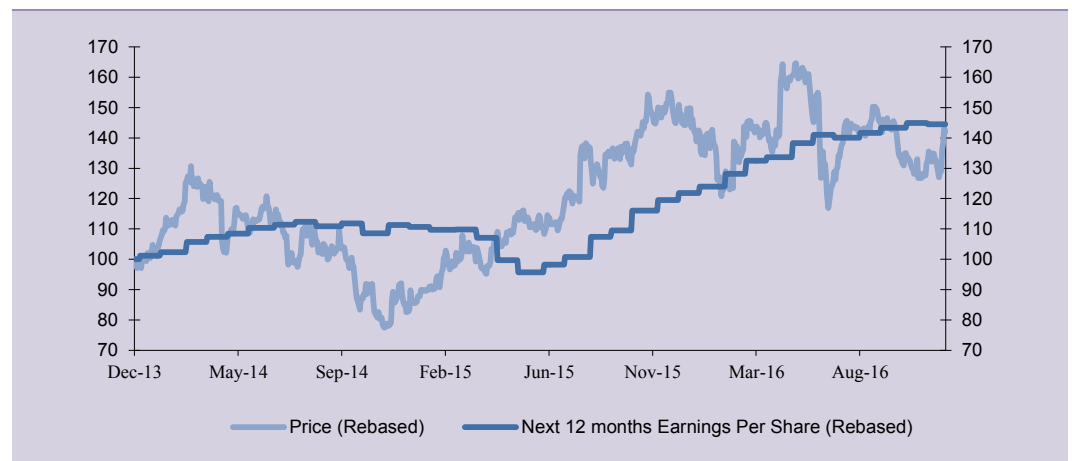
Fig. 4: Sopra Steria vs. DJ Technology, DJ EuroSTOXX et Capgemini



Source: Thomson Reuters.

Par ailleurs, nous estimons que la variation du cours de l'action Sopra Steria ne reflète pas la dynamique de croissance des EPS du consensus. Comme indiqué dans la Fig. 5, sur les 3 dernières années le cours de l'action s'est apprécié de 42% alors que l'EPS « forward » à 12 mois du consensus a progressé de 45% sur la période. Cette dynamique de révision en hausse du consensus d'EPS est visible depuis l'été 2015, aidée par le rehaussement de guidance 2015 en août (CA à c. +2% vs. « positive », marge opérationnelle à c. 6.5% vs. c. 6%).

Fig. 5: Dynamique des EPS et variation de cours sur 3 ans (base 100)



Source: Thomson Reuters.

1.3. Comparables boursiers

Sur la base des multiples EV/EBIT 2016e et 2017e, Sopra Steria possède une décote de 10% par rapport à la moyenne des principales SSII européennes, de 35-45% par rapport à la moyenne américaine, et de 20-30% par rapport à la moyenne indienne, comme indiqué ci-dessous :

Fig. 6: Tableau de comparaisons boursières

IT Services	Currency	Rating	Price	Fair	Market cap	PER			EV/sales			EV/EBIT		
			13-Dec-16	value		(m)	2015	2016e	2017e	2015	2016e	2017e	2015	2016e
Capgemini	EUR	BUY	76,4	95	13 106	16,5	13,7	12,7	1,2	1,2	1,1	11,8	10,1	8,7
Atos	EUR	BUY	95,7	115	10 026	16,4	13,9	11,6	0,9	0,8	0,6	10,3	8,5	6,1
Sopra Steria Group	EUR	BUY	101,7	125	2 083	13,8	11,6	10,0	0,7	0,7	0,6	10,6	9,2	7,8
Tieto	EUR	Not rated	25,4	N/A	1 882	16,1	16,0	15,0	1,3	1,3	1,2	12,6	12,3	12,3
Indra Sistemas	EUR	BUY	10,0	12	1 642	N/M	22,7	12,8	0,8	0,9	0,8	50,9	15,1	9,2
European average						16,2	13,9	12,7	0,9	0,9	0,8	11,8	10,1	8,7
Sopra Steria vs. Europe						-15%	-17%	-22%	-17%	-17%	-14%	-10%	-8%	-11%
IBM	USD	Not rated	165,4	N/A	160 019	11,3	12,5	12,0	2,3	2,4	2,4	11,4	13,1	13,0
Accenture	USD	Not rated	121,7	N/A	77 787	26,0	23,5	21,1	2,4	2,2	2,1	16,3	15,2	15,1
CGI Group	CAD	Not rated	62,5	N/A	19 880	20,8	18,8	17,4	1,9	1,8	1,7	13,4	12,2	11,6
Computer Sciences	USD	Not rated	61,9	N/A	8 586	24,2	22,0	18,8	1,4	1,3	1,3	23,7	17,4	17,2
US average						22,5	20,4	18,1	2,1	2,0	1,9	14,9	14,1	14,9
Atos vs. US avg						-39%	-43%	-45%	-66%	-64%	-65%	-28%	-35%	-45%
TCS	INR	Not rated	2195,8	N/A	4 335 530	20,1	17,8	23,1	4,4	3,7	5,2	16,4	14,1	14,9
Infosys	INR	Not rated	984,7	N/A	2 263 251	16,8	15,9	14,4	3,1	2,8	2,4	12,4	11,2	10,8
Cognizant	USD	Not rated	56,2	N/A	34 394	18,5	16,7	15,5	2,5	2,2	1,9	12,5	11,3	10,8
Wipro	INR	Not rated	458,6	N/A	1 145 866	12,8	13,3	12,2	2,2	1,8	1,8	12,1	10,8	10,3
Indian average						17,6	16,3	14,9	2,8	2,5	2,2	12,5	11,2	10,8
Atos vs. Indian avg						-22%	-29%	-33%	-74%	-71%	-70%	-15%	-18%	-28%

Source: Thomson Reuters; Bryan, Garnier & Co ests.

2. Retour aux fondamentaux

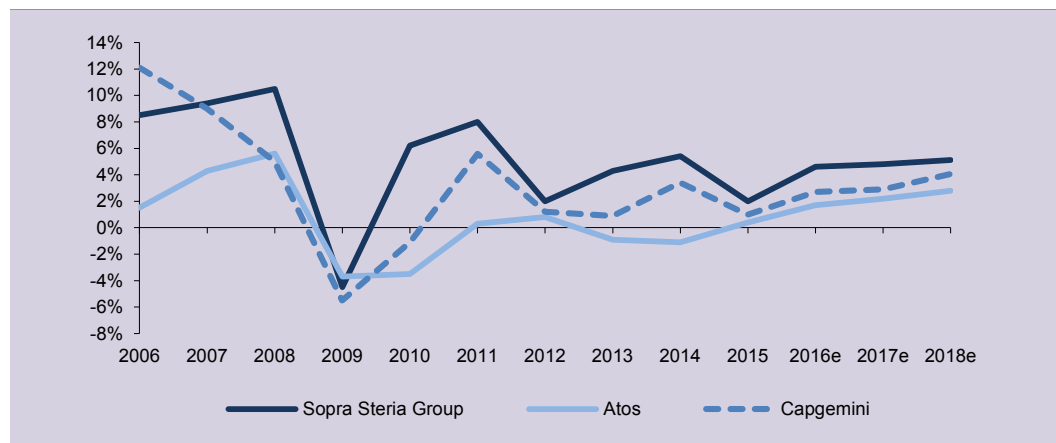
Pour rappel, Sopra Steria anticipe pour 2016 un CA en hausse de 3-5% à scc (le management table sur l'atteinte du haut de fourchette), une marge opérationnelle supérieure à 7.5% et un free cash flow en forte progression par rapport aux 49 M EUR publiés pour 2015. Le consensus se situe actuellement à 7.8% pour la marge opérationnelle. Sur la base de l'atteinte des 62 M EUR de synergies de coûts initialement prévues avec Steria (dont 45 M EUR déjà réalisées à fin 2015), les dirigeants visent pour 2017 un CA de 3.8-4 Md EUR de CA et une marge opérationnelle de 8-9%.

2.1. Capacité de croissance supérieure au marché

Sopra Steria a généré une croissance organique moyenne de 5.2% au cours des 10 dernières années.

Nous estimons que l'attractivité de Sopra Steria réside principalement dans sa capacité de surperformer son marché en croissance de chiffre d'affaires. En effet, comme le montre la Fig. 7, la croissance organique moyenne de Sopra Steria (et de Sopra avant 2014) a été de 5.2% au cours des 10 dernières années, contre 3.2% pour Capgemini et 0.4% pour Atos.

Fig. 7: Croissance CA à scc de Sopra Steria vs. Capgemini et Atos (2006-2018e)



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

Cette croissance supérieure aux principaux concurrents repose sur 5 piliers :

1) un positionnement historique sur les services applicatifs (conseil et intégration de systèmes, infogérance applicative), un marché qui croît plus vite que l'infogérance¹ et qui reste majoritaire dans le CA du groupe malgré le rachat de Steria (est. 57%, vs. environ 80% avant l'acquisition de Steria), qui, lui, réalisait plus de 40% de son CA en infogérance et BPO. Nous estimons cette exposition aux services applicatifs à 70-75% pour Capgemini et à 27% pour Atos ;

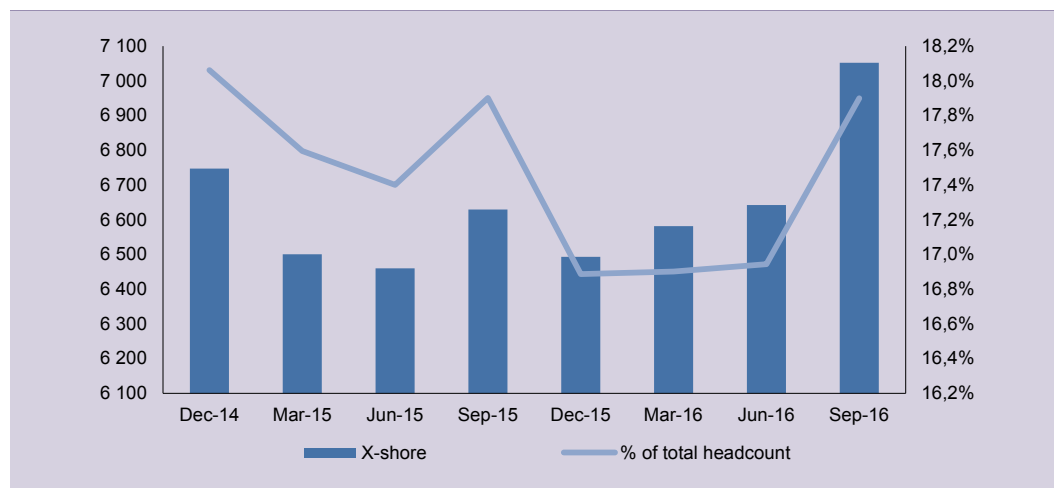
¹ En croisant les données fournies par IDC et Gartner, nous estimons que le marché des services applicatifs (ou conseil et intégration de systèmes) croît actuellement d'environ 3-4% par an, alors que l'infogérance (ou gestion d'infrastructures) ne progresse que de 0-1% par an.

Cette croissance repose sur un positionnement historique sur les services applicatifs, des gains de parts de marché en intégration de systèmes en France, une exposition limitée à l'infogérance, un modèle compétitif, et une proposition de valeur en adéquation avec les besoins des clients.

2) des gains de parts de marché sur le conseil et l'intégration de systèmes en France (est. 36% du CA 2016e), grâce à une stratégie qui consiste à se focaliser sur ses grands clients selon une approche par grands verticaux (banque, gouvernement, industrie, etc.), une forte expertise métier - un client travaillera avec Sopra Steria par exemple du fait de son expertise des processus métier des banques : paiements, crédits, etc. -, et une entité de conseil métier et technologique au sein de chaque vertical. La France représente, selon nos estimations, 56% du CA Conseil & Intégration de Systèmes du groupe. Ce modèle, qui jusqu'ici a fait ses preuves en France, a vocation à être répliqué dans les autres pays où Sopra Steria est présent - à commencer par le Royaume-Uni et l'Allemagne ;

3) une exposition limitée à l'infogérance d'infrastructure (14% du CA en 2015, vs. environ 50% pour Atos et 15-20% pour Capgemini), marché qui subit depuis quelques années une pression baissière compte tenu de la concentration autour de quelques poids lourds (IBM, HPE/CSC, Fujitsu, Atos), de la ré-internalisation à échéance de certains gros contrats (par exemple Aspire avec le HMRC pour Capgemini en juin 2017), de la complexité croissante des appels d'offres - réduisant bien souvent à 2 le nombre de finalistes avant le choix final -, et de la transition vers les infrastructures cloud privées ou publiques - effet-mix défavorable en termes de CA puisque les contrats d'infogérance en mode cloud sont en général de taille moindre que ceux avec des infrastructures traditionnelles ;

Fig. 8: Effectif "X-shore" (nearshore et offshore) depuis fin 2014



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

4) un modèle métier compétitif (recours au nearshore ou à l'offshore). Sopra avait historiquement privilégié les implantations en régions avec des centres de services ainsi que l'investissement en recrutement et formation des jeunes diplômés. Sopra avait aussi développé très tôt un modèle nearshore à partir de l'Espagne et un modèle offshore à partir de l'acquisition de la SSII britannique Newell & Budge (2005, 100 personnes à l'époque en offshore). De son côté, Steria avait acquis le britannique Xansa en 2007 (la société avait plus de 5 000 personnes en Inde) et investi dans le nearshore en Pologne et au Maroc. **A fin septembre 2016, plus de 7 000 salariés de Sopra Steria travaillent en mode offshore, soit 18% de l'effectif total** (contre plus de 26 000 soit 28% chez Atos et près de 104 000 soit 55% chez Capgemini) alors que plus de 40% de son CA est réalisé pour la France, pays où le levier offshore progresse mais reste faible (8% du marché pour 2016 selon Syntec Numérique) - alors que la France ne pèse que 20% du CA de Capgemini et 16% du CA d'Atos hors Worldline;

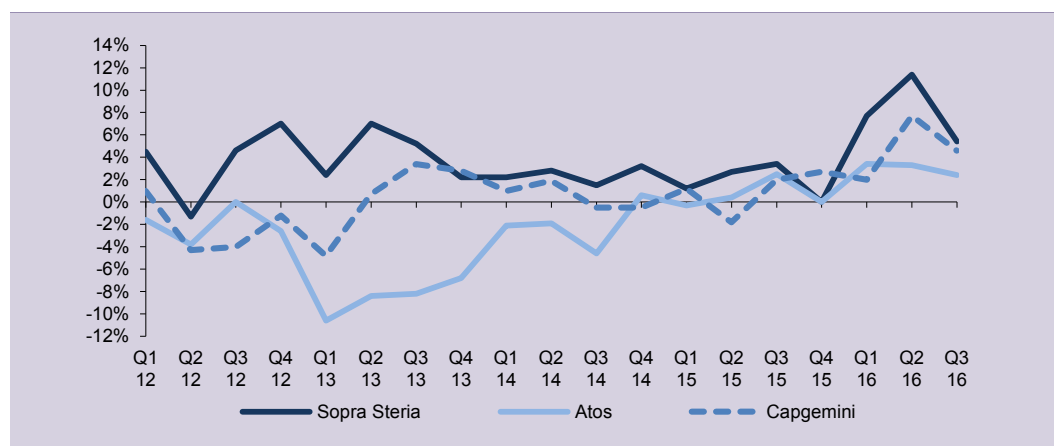
5) une proposition de valeur en adéquation avec les besoins de ses clients. Le sujet de la transformation digitale est présent chez Sopra Steria depuis de nombreuses années, références clients et partenariats technologiques à l'appui. Ainsi, Sopra Steria a récemment été choisi par Enedis (ex-ERDF) sur le Big Data afin d'optimiser le réseau de distribution d'électricité en France, par la Société Générale pour mettre en place son nouveau centre de sécurité opérationnel (SOC, *security operations centre*), ou encore par la SNCF pour la refonte digitale du système d'information des voyageurs dans les gares et les correspondances - projet incluant la maintenance prédictive du matériel roulant via des objets connectés. Aussi, le groupe a des partenariats actifs au niveau des technologies permettant la transformation digitale avec Microsoft Azure, Amazon Web Services, IBM Watson, et l'ancienne filiale Axway. Enfin, sur le modèle d'Accenture et de Capgemini, Sopra Steria a mis en place des « DigiLabs » dans ses principaux pays pour montrer aux clients ce dont est capable le groupe en termes d'innovation.

2.2. La France en accélération

Forte accélération de la croissance organique en France depuis début 2016.

La croissance organique de Sopra Steria s'accélère en 2016 par rapport à 2015. Au S1 2016, celle-ci est ressortie à +9.5% (avec 2 jours ouvrés en plus, concentrés sur le T2), et fut de 5.4% au T3 2016 (avec 1 jour ouvré en moins), contre seulement +1.7% en 2015. L'accélération provient autant de l'activité Conseil & Intégration de Systèmes (87% du CA France) - +11.5% au S1 2016 et +6.6% au T3 2016 contre +3.5% en 2015 - que du redressement progressif de l'activité I2S (13% du CA France, issue de Steria) - -2.1% au S1 2016 et -1.5% au T3 2016 vs. -7.8% en 2015.

Fig. 9: Croissance organique du CA en France: Sopra Steria vs. compétition



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

Sopra Steria croît deux fois plus vite que le marché en conseil & intégration de systèmes sur la France, et y maintient des marges proches de 10%.

Conseil & Intégration de Systèmes.

Sur ce domaine, Sopra Steria croît selon nous au moins deux fois plus vite que le marché (activités comparables estimées en hausse de 3.7-3.9% pour 2016 selon la dernière étude Syntec Numérique/IDC présentée en novembre 2016) **grâce à une croissance à 2 chiffres dans le conseil** (+22% au S1 2016, +12% sur le T3 2016) **et une bonne performance sur les grands comptes stratégiques** (+13% au S1 2016, +7% au T3 2016) notamment dans la défense, l'aéronautique et les transports. La focalisation de la stratégie commerciale sur un nombre restreint de grands comptes (Airbus, EDF, Société Générale, Orange, Crédit Agricole, SNCF, BNP Paribas...) continue de porter ses fruits. **Nous estimons que la croissance du T4 2016 devrait ressembler à celle du T3** compte tenu d'un jour ouvré en moins par rapport au T4 2015. Le management considère que la croissance « normative » du groupe en France se situe autour de 5-6% en Conseil & Intégration de Systèmes

pour la France, mais pour le moment Sopra Steria se situe au-dessus, même après retraitement du nombre de jours facturés. **En 2017, le groupe affrontera 2 jours facturés en moins** (2 jours de plus sur le T1, 3 jours de moins sur le T2 et 1 jour de moins sur le T3), **ce qui devrait se traduire selon nos estimations par 3 points de croissance organique en moins par rapport à 2016 en conseil & intégration de systèmes.** Bien que l'intégration des équipes de Steria soit terminée - avec le problème de l'inter-contract réglé dès le T2 2015 - et que l'essentiel des synergies de coûts ont été mises en œuvre, **la marge opérationnelle continue de progresser, de 0.2 point au S1 2016 et nous attendons +0.8 point sur 2016 à 9.5%. Pour 2017 et 2018, nous attendons une stabilité de la marge, à 9.6%.**

I2S (Infrastructure & Security Services).

La division reste en décroissance organique en raison du « nettoyage » du portefeuille de services et de contrats entrepris depuis plus de 18 mois sur les activités Infrastructure héritées de Steria - ceux peu ou pas rentables car offrant peu de valeur ajoutée, pressurisés sur les prix et/ou sans taille critique. Ce nettoyage de portefeuille semble toucher à sa fin mais il reste à continuer à faire jouer les synergies avec les clients clés de l'activité Conseil & Intégration de Systèmes. L'activité Sécurité est en forte croissance (+13% au T3 2016), commence à se développer hors de France, mais ne représente encore que 10% du CA d'I2S. **Début 2016 le management était confiant pour revenir à une croissance organique positive d'I2S courant S2 2016. Désormais, compte tenu d'un T3 2016 à -1.5%, nous estimons que cet objectif de retour à la croissance est désormais décalé à courant 2017. De la même façon, alors que l'objectif début 2016 était d'aboutir à une marge opérationnelle supérieure à 5% en 2017, nous estimons désormais qu'I2S se rapprochera des 5% en 2017 sans pour autant les atteindre. Nous anticipons une marge de respectivement 4.6% et 5% sur 2017 et 2018.**

Un peu de retard sur la division I2S, mais nous pensons qu'une marge opérationnelle proche de 5% en 2017 est un scénario crédible.

Fig. 10: Nos prévisions - France

EURm (FYE 31/12)	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
France							
Revenues	796,4	828,0	1 009,8	1 364,3	1 539,0	1 619,4	1 721,9
% change	2,5%	4,0%	22,0%	35,1%	12,8%	5,2%	6,3%
% lfl change	3,7%	4,1%	2,8%	1,7%	7,4%	5,0%	6,3%
Operating margin	68,2	68,4	88,8	102,0	131,2	145,6	156,2
% of sales	8,6%	8,3%	8,8%	7,5%	8,5%	9,0%	9,1%
o/w C&SI							
Revenues	796,4	828,0	930,3	1 161,1	1 339,4	1 421,6	1 521,1
% change	2,5%	4,0%	12,4%	24,8%	15,4%	6,1%	7,0%
% lfl change	3,7%	4,1%	2,8%	3,5%	9,0%	5,8%	7,0%
Operating margin	68,2	68,4	88,8	101,3	127,0	136,5	146,1
% of sales	8,6%	8,3%	9,5%	8,7%	9,5%	9,6%	9,6%
o/w I2S							
Revenues			79,5	203,2	199,6	197,9	200,9
% change				155,6%	-1,8%	-0,9%	1,5%
% lfl change				-7,8%	-1,8%	-0,9%	1,5%
Operating margin			0,0	0,7	4,1	9,1	10,0
% of sales			0,0%	0,3%	2,1%	4,6%	5,0%

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

Une croissance correcte et une progression des marges sur la zone « Autres Europe », tirée notamment par le redressement de l'Allemagne, pays qui devrait atteindre selon nous 7% de marge à moyen terme.

2.3. Europe continentale : l'Allemagne redressée

Sur la zone « Autres Europe » (qui regroupe l'Allemagne, le Benelux, la Scandinavie, l'Italie, l'Espagne et la Suisse), **la croissance organique est désormais correcte** (+6.3% en 2015, +5.7% au S1 2016, +6.4% au T3 2016), **principalement menée par l'Espagne, l'Italie et le Benelux** qui enregistrent des progressions à deux chiffres, voire au-delà de 20% sur certains trimestres comme en Italie et au Benelux. **Toutefois, l'essentiel de l'amélioration de la marge opérationnelle de la région** (4.4% au S1 2016, contre 0.6% au S1 2015) **provient de l'Allemagne**. Avec la poursuite du redressement de l'Allemagne (pour laquelle le management espère aboutir à une marge opérationnelle proche de celle de la France), **nous anticipons pour la zone « Autres Europe » une marge opérationnelle de 5.4% pour 2016, 6.5% pour 2017, et 7% pour 2018**. Concernant la croissance organique, nous anticipons +6.1% pour 2016, +4.6% pour 2017 (incluant un effet-jours négatif) et +5% pour 2018.

L'un des points d'inquiétude était la croissance et la rentabilité de l'Allemagne. Nous estimons que l'Allemagne représente 5% du CA. **Sur 2016, ce pays a confirmé son retour à la croissance organique amorcé au T2 2015** (+2.2% au T3 2016) **et à la profitabilité** (marge de 3.4% au S1 2016, contre -4.5% au S1 2015). Au moment du rapprochement entre Sopra et Steria, l'Allemagne était en décroissance et en pertes des deux côtés pour des raisons propres à chacune des sociétés : 1) côté Steria, la filiale avait souffert à compter de 2013 d'une forte attrition de consultants suite au départ d'une partie de l'équipe dirigeante issue de l'acquisition en 2004 de Mummert Consulting, et il a fallu reconstruire l'activité ; 2) côté Sopra, l'activité se limitait à un client (Airbus) en sous-traitance d'un prestataire local, dans un contexte de diminution du poids de l'Allemagne dans les dépenses informatiques chez Airbus.

Fig. 11: Nos prévisions – Autres Europe

EURm (FYE 31/12)	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Other Europe							
Revenues	143,8	163,7	388,7	697,4	729,2	762,8	800,9
% change	14,1%	13,8%	137,4%	79,4%	4,6%	4,6%	5,0%
% lfi change	3,0%	9,6%	4,1%	6,3%	6,1%	4,6%	5,0%
Operating margin	7,4	6,4	18,9	18,5	39,7	49,4	56,3
% of sales	5,1%	3,9%	4,9%	2,7%	5,4%	6,5%	7,0%

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

2.4. Sopra Banking Software

Sopra Banking Software confirme sa bonne dynamique de croissance, mais les investissements en R&D ne nous laissent pas entrevoir de redressement de la marge avant 2017.

Sur Sopra Banking Software le CA a repris le chemin de la croissance organique depuis 2014 et la signature des premières ventes de licences dans le vaste projet de refonte du système de noyau bancaire (*core banking*) de La Banque Postale en France qui s'étend au moins jusqu'en 2017 inclus. Après les acquisitions de Delta-Informatique en 2011 et de Callataj & Wouters en 2012 - complétées par COR&FJA Banking Solutions en Allemagne en 2014 et Cassiopæ sur le segment des financements spécialisés en 2016 -, **Sopra Banking Software s'est doté d'offres complémentaires permettant de répondre aux besoins de transformation digitale des banques** : 1) Sopra Banking Platform, une plateforme de noyau bancaire sous forme de composants logiciels, adaptée aux besoins des grandes banques ; 2) Sopra Banking Amplitude, une solution intégrée de noyau bancaire destinée aux petites banques et aux filiales de grandes banques avec 140 clients dans 45 pays. **Au niveau**

géographique, Sopra Banking Software réalise l'essentiel de son CA en France (38% en 2015), en Belgique et en Afrique francophone.

La dynamique Banque Postale continue.

En 2015, Sopra Banking Software a bénéficié sur Platform de sa montée en puissance à La Banque Postale, de projets chez BNP Paribas et Crelan (ex-Crédit Agricole belge), tandis que la suite Amplitude a signé 28 nouveaux clients et achevé 26 déploiements. Au S1 2016, concernant Platform, l'entité a livré le module de tenue de compte pour La Banque Postale et a noué un partenariat industriel et commercial dans les paiements avec Société Générale et La Banque Postale dans le cadre de leur plateforme commune Transactis² (qui sera équipée de la solution Sopra Banking Platform for Payments), tandis qu'Amplitude a réalisé 6 nouvelles signatures et achevé 11 déploiements. Au total, nous anticipons pour Sopra Banking Software une croissance organique de 7.2% pour 2016 et 8% pour 2017 et 2018, tirée par une bonne dynamique générale sur ce marché³.

La marge opérationnelle de Sopra Banking Software est actuellement impactée par les investissements en R&D nécessaires pour mettre ses produits être en adéquation avec les besoins des grands clients, en particulier La Banque Postale. Ces investissements devraient selon nous peser jusqu'en 2017, avec un pic en 2016. Ainsi, la marge de 2015 était en baisse de 1 point à 9.1% compte tenu de dépenses supplémentaires en R&D. Celle du S1 2016 était en baisse de 2.9 points à 4.3%, avec une hausse de l'investissement en R&D à hauteur de 6 M EUR. **L'objectif reste de piloter la marge autour de 10% pour 2017 en prenant en compte cet investissement.** Compte tenu de ces éléments, et en prenant un peu de prudence concernant les investissements de 2017, **nous prévoyons une marge de 6.8% pour 2016, 8.8% pour 2017 et 10.1% pour 2018.**

Fig. 12: Nos prévisions – Sopra Banking Software

EURm (FYE 31/12)	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Sopra Banking Software							
Revenues	194,9	217,3	263,3	282,4	345,9	386,9	417,9
% change	118,5%	11,5%	21,2%	7,3%	22,5%	11,8%	8,0%
% lfi change	-3,9%	-0,3%	7,6%	2,5%	7,2%	8,0%	8,0%
Operating margin	28,2	23,6	26,7	25,7	23,6	34,0	42,4
% of sales	14,5%	10,9%	10,1%	9,1%	6,8%	8,8%	10,1%

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

² Transactis est la plateforme qui mutualise les investissements, la maintenance et l'exploitation des systèmes d'information monétiques de Société Générale et de La Banque Postale. En juin 2016, Transactis a annoncé étendre son activité dès 2018 à la gestion commune des traitements informatiques de l'ensemble des opérations de virement et prélèvement des deux groupes bancaires (incluant Crédit du Nord). Transactis opère 22% des cartes bancaires et des transactions monétiques en France.

³ Cf. notre étude publié le 13/10/2016 sur Temenos (« Le succès appelle le succès »).

L'objectif de doubler le CA entre 2014 et 2019 nous semble atteignable, moyennant selon nous l'acquisition de 100 M EUR de CA supplémentaire.

Les autres solutions poursuivent leur chemin, tirées par Sopra HR Software, avec des marges à deux chiffres.

Sur la base du pro forma de 2014 incluant en année pleine des activités héritées de Steria (271 M EUR), Sopra Banking Software ambitionne de doubler son CA d'ici 5 ans. Nous estimons que ceci équivaut à réaliser un CA de 540 M EUR en 2019. En intégrant Cassiopæ dès avril 2016, sur la base d'une croissance à scd que nous considérons à 8% par an sur 2016-2019, nous estimons que la filiale devra acquérir de l'ordre de 100 M EUR de CA supplémentaires pour atteindre cet objectif – pénétration d'une nouvelle zone géographique ou d'un marché adjacent, ou bien ajout de nouvelles fonctionnalités. Créé en 1987, **Cassiopæ est l'exemple d'une acquisition réalisée pour pénétrer un marché adjacent au noyau bancaire.** Il s'agit d'un éditeur de solutions intégrées « front to back » de gestion des financements spécialisés et immobiliers et de gestion de l'immobilier « social », avec un CA de 50 M EUR en 2014 et 300 clients dans 40 pays. **L'intérêt stratégique est de devenir un acteur de référence sur le marché des sociétés financières spécialisées,** mais aussi de commencer à pénétrer de nouvelles zones géographiques (Amérique latine, Asie, USA). Les synergies potentielles avec Sopra Banking Software se situent au niveau des produits, services d'intégration et services additionnels (infogérance, SaaS), sachant que **la marge opérationnelle de Cassiopæ devrait se situer à 2 chiffres.**

2.5. Autres solutions

La division « Autres Solutions » intègre Sopra HR Software (76% du CA « Autres Solutions » 2015 soit environ 150 M EUR, issu de l'offre historique de gestion des ressources humaines Pléiades, et des acquisitions de HR Access en 2013 et des activités de services d'IBM dédiés à HR Access en 2014) et Sopra Steria Solutions Immobilier (24% du CA « Autres Solutions » 2015, soit environ 48 M EUR). 2015 avait connu un ralentissement de la croissance organique (+3.2%) compte tenu d'une vente de licences exceptionnelle de 4 M EUR en 2014 au niveau de HR Software. Celle-ci a poursuivi son ralentissement au S1 2016 (+1.7%) mais un rattrapage commence à s'effectuer au T3 2016 (+4.3%) grâce à plusieurs affaires significatives remportées à la fin du S1 2016. Nous anticipons pour la division une croissance organique de 3.8% pour 2016, 4.2% pour 2017 et 5% pour 2018. **La marge reste à deux chiffres en année pleine : après 11.6% en 2015 nous prévoyons 12.1% en 2016, 12.6% en 2017 et 12.9% en 2018.**

Fig. 13: Nos prévisions – Autres Solutions

EURm (FYE 31/12)	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Other solutions						
Revenues	56,1	174,7	198,3	206,3	214,9	225,7
% change		211,4%	13,5%	4,0%	4,2%	5,0%
% lfl change	2,4%	10,9%	3,2%	3,8%	4,2%	5,0%
Operating margin	4,3	14,6	23,1	25,0	27,1	29,1
% of sales	7,7%	8,4%	11,6%	12,1%	12,6%	12,9%

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

3. Zoom sur le Royaume-Uni

3.1. Risques limités au Royaume-Uni

Sopra Steria au Royaume-Uni se caractérise par une très forte récurrence du CA et une très forte exposition au secteur public. Le secteur privé est en phase de reconstruction.

Le Royaume-Uni représentait 29% du CA en 2015 et nous estimons que sa part descende à 25% en 2016. Nous estimons que les risques liés à ce pays ont été surévalués compte tenu du positionnement particulier de Sopra Steria dans ce pays. Selon nous, le risque n'est pas lié au Brexit - sauf sur les fluctuations de la livre sterling face à l'euro - ni à une très improbable remise en cause de la politique gouvernementale d'externalisation des services administratifs - mouvement initié au début des années 2000 afin de les rendre plus efficaces et en réduire les coûts de fonctionnement.

- **Effet change.** Le Brexit n'a pas engendré d'autre effet négatif sur le CA total de Sopra Steria que celui de l'affaiblissement de la livre sterling par rapport à l'euro. Nous estimons cet effet à -3.3% sur 2016 et -0.9% sur 2017 ;
- **Très forte récurrence de l'activité.** 78% du CA au Royaume-Uni est de nature récurrente (BPO, infogérance d'infrastructures et applicative), avec des contrats pluriannuels de 3 à 10 ans, donc **une écrasante majorité de l'activité de Sopra Steria au Royaume-Uni est indépendante de la conjoncture économique** - y compris la sortie programmée du pays de l'Union Européenne ;
- **Forte exposition au secteur public.** 68% du CA au Royaume-Uni est réalisé auprès du gouvernement, dont la moitié dans le cadre de co-entreprises avec l'Etat britannique - NHS SBS avec le National Health Service depuis 2005⁴, SSCL avec le Cabinet Office depuis 2013⁵ - et le reste en direct (ministères, agences gouvernementales, collectivités locales). **Les discussions post-Brexit entre les représentants du gouvernement britannique et leurs fournisseurs informatiques ont débouché sur une absence de remise en cause de la politique d'externalisation.** Certes les discussions autour du Brexit ne font que commencer, mais nous considérons que **le risque de substitution est très faible** compte tenu de la nature récurrente des contrats et de l'historique de Steria auprès des administrations britanniques (lui-même hérité de Bull, dont l'activité britannique dans les services avait été acquise par Steria en 2002) ;
- **Le secteur privé se reconstruit chez Sopra Steria.** Le secteur privé représente 32% du CA de Sopra Steria au Royaume-Uni, avec environ 10% dans les Services Financiers et un peu plus de 20% dans les autres industries (Télécoms, Utilities, Médias). **Les Services Financiers ont retrouvé la croissance en 2016** après une baisse d'environ 10% en 2015 suite à la nomination d'une nouvelle DG pour cette activité en avril 2015⁶ en provenance de CGI (Logica) en charge

⁴ Sopra Steria détient 50% + 1 action de la co-entreprise, le restant étant détenu par le NHS.

⁵ Sopra Steria détient 75% de la co-entreprise, les 25% restants étant détenus par le Cabinet Office.

⁶ Melba Foggo, qui a été MD, Financial Services & Business Consulting chez CGI et Logica (2010-2015) et Director chez E&Y (1999-2010).

Les co-entreprises avec le gouvernement en phase de transition après des années de forte croissance.

de la mise en œuvre d'un modèle de solutions calqué sur la France, incluant des synergies avec Sopra Banking Software. **Les autres industries sont toujours en baisse en 2016** (d'environ 10%) après une chute de 13% en 2015, et davantage de travail sera nécessaire - environ 2 ans - avec la nomination d'un patron pour cette activité pour redresser la situation.

Pour 2016, nous prévoyons un CA stable à scc, avec une légère croissance sur le secteur public et une décroissance modérée sur le privé. Après une période de forte croissance (2013-2015) liée à la montée en puissance des clients, **SSCL a vu son CA stagner en raison de l'impossibilité d'absorber de nouvelles capacités.** La Metropolitan Police, de son côté, a rejoint SSCL fin 2015. **Le CA de SSCL est anticipé en décroissance en 2017, sauf si la co-entreprise enregistre de nouveaux ministères** - ce qui paraît improbable avant le S2 2017. **Concernant NHS SBS, 2016 devrait être selon nous en légère baisse avec une réorganisation administrative du NHS qui a retiré à NHS SBS une partie du périmètre qu'il gérait auparavant.** Cet effet passé, **NHS SBS a selon nous de fortes chances de retrouver une légère croissance à partir de 2017.** Dans le secteur privé, la Banque devrait être selon nous en légère croissance en 2016-17 grâce au travail effectué sur les offres et le commercial, mais celle-ci aurait pu faire mieux si des plans de réduction de coûts n'avaient pas été lancés chez certains clients (RBS...) dans un contexte de taux d'intérêts bas. De son côté, le reste du secteur privé devrait selon nous rester en décroissance en 2016-17 et revenir en légère croissance en 2018 si le modèle de solutions est répliqué avec succès. **Nous anticipons pour la marge une stabilisation à 7.5% pour 2016, puis 8.2% pour 2017 et 8.6% pour 2018.**

Fig. 14: Nos prévisions – Royaume-Uni

EURm (FYE 31/12)	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
UK							
Revenues	81,7	83,9	443,8	1 042,0	922,5	877,2	875,9
% change	39,7%	2,7%	429,0%	134,8%	-11,5%	-4,9%	-0,1%
% lfi change	-2,9%	1,8%	0,5%	-0,7%	-0,2%	-1,1%	-0,1%
Operating margin	10,3	6,2	36,3	76,2	69,2	72,3	75,8
% of sales	12,6%	7,4%	8,2%	7,3%	7,5%	8,2%	8,6%

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

3.2. SSCL, trois ans après

L'objectif de SSCL était de délivrer 1 Md GBP d'économies pour le gouvernement et la police britanniques d'ici 2020.

SSCL est un énorme programme d'externalisation des services de RH, Finance et Achats vers une seule plateforme de services partagés (SOP : Single Operating Platform), parti pour durer 10-20 ans et qui n'en est qu'à ses débuts. Cette plateforme était originellement celle du DWP⁷ créée en 2006 (118 000 utilisateurs incluant le Cabinet Office, le Département de l'Education, le Gouvernement écossais, l'Agence de Sécurité Sociale en Irlande du Nord, l'Assemblée gouvernementale galloise et 2 autres agences) et basée sur Oracle E-Business Suite R12. Son objectif est de délivrer 1 Md GBP d'économies pour le gouvernement et la police d'ici 2020.

⁷ Department for Work & Pensions.

3 clients fin 2013 avec 1.2 Md EUR de volume d'affaires sur 10 ans...

A sa création en novembre 2013, outre le DWP, elle comportait le Defra⁸ (15 000 utilisateurs, incluant le Département de l'Énergie et 10 autres agences), et l'Agence de l'Environnement (13 000 utilisateurs, incluant 2 autres agences), qui tous deux étaient sur la version R11 d'Oracle, et regroupait 1 100 fonctionnaires sur 8 sites au Royaume-Uni. La migration sur R12 devait avoir lieu initialement en janvier 2015 pour l'Agence de l'Environnement et en avril 2015 pour le Defra, mais celle-ci ne fut réalisée respectivement qu'en septembre 2015 et en mai 2016. Ces migrations incluaient un transfert à SSCL du support technique et de l'hébergement par divers fournisseurs (Fujitsu jusqu'en 2014 pour le DWP, IBM jusqu'en 2018 pour le Defra, Capgemini jusqu'en 2016 pour l'Agence de l'Environnement). Par ailleurs, nous comprenons que la plateforme de services partagés UK Shared Business Services du BIS⁹ (10 000 utilisateurs) devait faire basculer environ 15% de ses volumes vers SSCL à partir d'avril 2015, mais l'accord a été rompu en septembre 2015 car UK SBS considérait que la migration n'était plus viable - apparemment en raison d'une évolution des besoins du BIS.

...6 clients maintenant avec un volume d'affaires de 2.5 Md EUR sur 10 ans.

En octobre 2014 le Home Office (29 500 utilisateurs) et le Ministère de la Justice (MoJ, 76 000 utilisateurs) ont rejoint SSCL. Le Home Office était engagé auprès d'Oracle sur Oracle R11 sur un contrat courant sur 2009-2016 avec un upgrade vers R12 prévu avec Fujitsu pour avril 2015. Le MoJ avait mis un place en 2011 en interne un centre de services partagés sur ERP Oracle opéré par Steria, mais celui-ci a été abandonné en juin 2014 pour être externalisé chez SSCL. Sa migration sur Oracle R12 devrait être finalisée en décembre 2016. Enfin, **en juillet 2015 Metropolitan Police (55 000 utilisateurs) rejoint SSCL** (valeur du contrat : 216 M GBP sur 10 ans), dans une entité spécifique (Police SSCL) pour externaliser 3 de ses départements administratifs représentant 400 fonctionnaires, dans le but de générer 100 M GBP d'économies sur la période. **La migration des services de Metropolitan Police vers une plateforme spécifique (P-SOP) - susceptible d'embarquer d'autres forces de police du royaume - devait démarrer en octobre 2016 et s'achever d'ici le S2 2017. Cette plateforme a vocation à embarquer d'autres forces de police du Royaume-Uni,** sachant que les deux seules autres plateformes de ce type qui existent sont, l'une opérée par Sopra Steria (Cleveland Police), et l'autre opérée par Capgemini (MFSS pour Multi-Force Shared Services, qui a signé avec Norfolk & Suffolk Constabularies, Cheshire Constabulary et Northamptonshire Police).

D'autres ministères, agences gouvernementales ou forces de police sont susceptibles de rejoindre SSCL, mais probablement pas avant le S2 2017.

De nombreux autres ministères, agences ou forces de police sont susceptibles de rejoindre à terme le programme. A l'heure actuelle, SSCL génère un CA d'environ 250 M EUR, ce qui correspond à 2.5 Md EUR sur 10 ans, soit un volume deux fois supérieur à celui communiqué par Steria lorsque la co-entreprise a été lancée (1 Md GBP ou 1.2 Md EUR sur 10 ans), avec plus de 2 200 personnes. Une fois le gros de la phase de transformation vers la nouvelle plateforme Oracle achevée, la co-entreprise passa à maturité. Les économies peuvent être engagées à partir du moment où les clients ont achevé leur migration vers la plateforme. **SSCL est dorénavant dans une phase de transition avant l'embarquement de nouveaux clients.** Chaque négociation de nouveau client prend 9-18 mois en fonction de la taille de l'entité. Ceci explique la baisse de la profitabilité de SSCL en 2016, d'autant plus que les économies promises par le Cabinet Office avaient pris du retard.

⁸ Department for Environment, Food & Rural Affairs.

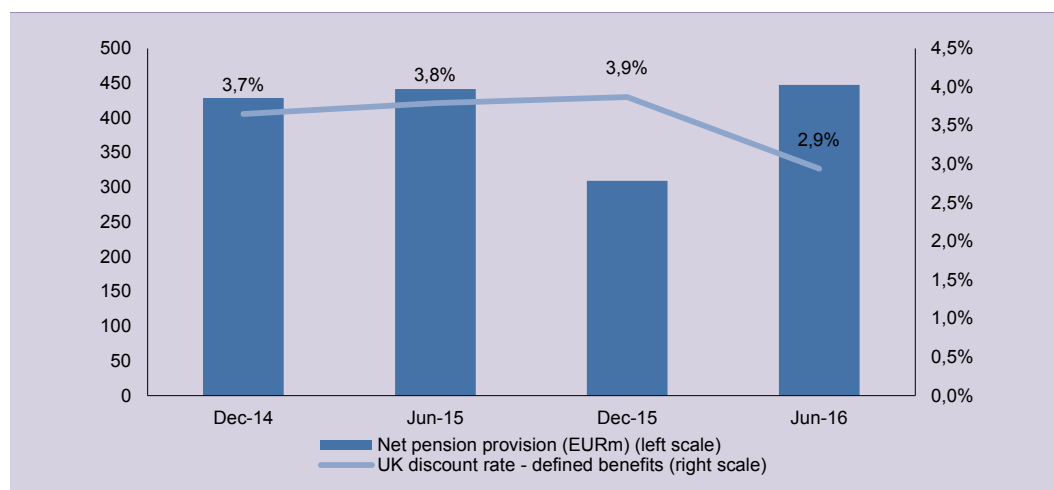
⁹ Department for Business Innovation & Skills.

3.3. Provision pour retraites

La baisse des taux longs avait provoqué une forte hausse de la provision pour retraites au S1 2016.

Au 30/06/2016, le passif des retraites de Sopra Steria s'élevait à 430.6 M EUR, soit 20% de la capitalisation boursière actuelle du groupe. Celui-ci a augmenté de 148 M EUR par rapport au 31/12/2015 pour l'essentiel en raison du changement des hypothèses financières actuarielles liées à la baisse des taux d'intérêt à long terme au Royaume-Uni. Ce pays représentait 63% du passif des retraites au 30/06/2016 - héritage de l'acquisition de Steria, qui lui-même l'avait hérité de l'acquisition de Bull Integris Europe en 2002 et de la signature de contrats d'infogérance auprès du gouvernement britannique -, suivi par la France (26%) et l'Allemagne (11%). De son côté, 80% de l'augmentation du passif net des retraites sur le S1 2016 provenait du Royaume-Uni (taux d'actualisation abaissé à 2.94% contre 3.87% à fin 2015), contre 16% de la France et 5% de l'Allemagne. Environ 50% des actifs de retraite sont placés en obligations, contre environ 35% en actions et environ 15% en actifs immobiliers. Le taux de référence utilisé pour le Royaume-Uni est celui à 15 ans pour les obligations privées AA tel que défini par Mercer et Markit.

Fig. 15: Provision pour retraites et taux d'actualisation britannique



Source: Company Data.

La remontée récente des taux britanniques plaide en faveur d'une stabilisation, voire une baisse, de la provision pour retraite, sauf si l'inflation des prix et des salaires repart à la hausse.

Entre début janvier et fin août 2016, les taux longs britanniques ont été quasiment divisés par deux, avec une nette accélération à la baisse à partir du lendemain du référendum sur le Brexit le 24/06/2016. Désormais ceux-ci se retrouvent aux niveaux d'avant le référendum (juin 2016), mais 20-25% en-dessous des niveaux de fin 2015. En somme, à ce stade, nous doutons que Sopra Steria remonte de façon perceptible ses hypothèses actuarielles à fin 2016, sauf à ce que les taux longs continuent de remonter. Ceci étant dit, la baisse semble derrière nous, et il nous apparaît désormais peu probable que le passif des retraites de Sopra Steria se dégrade davantage sur le seul élément des taux. En revanche, si l'inflation des prix et des salaires repart à la hausse, nous pourrions assister à une nouvelle dégradation.

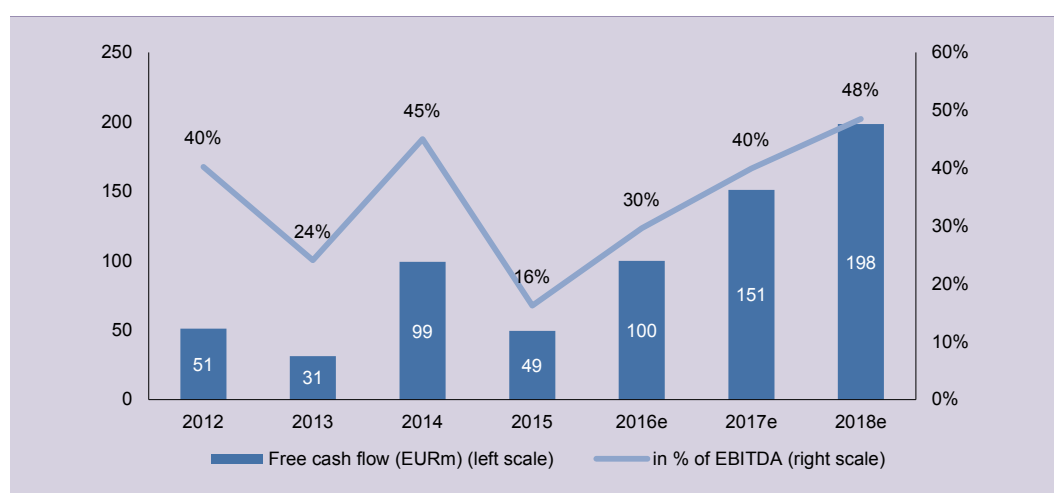
4. Capacité d'acquérir au-delà de 2016

4.1. Amélioration du free cash flow en vue

Nous estimons que Sopra Steria doublera son free cash flow en 2016 et 2017, grâce à la baisse des restructurations et l'amélioration de la contribution de SSCL.

Alors que le free cash flow de 2015 avait été très supérieur aux attentes (49 M EUR ou 16% de l'EBITDA vs. guidance de zéro - une meilleure gestion que prévu du BFR au niveau du délai moyen de règlement client), nous estimons que Sopra Steria doublera son free cash flow en 2016 à 100 M EUR ou 30% de l'EBITDA et atteindra en 2017 151 M EUR ou 40% de l'EBITDA, et continuera à l'améliorer d'ici 2018, à un niveau que nous prévoyons à 198 M EUR ou 48% de l'EBITDA.

Fig. 16: Nos prévisions de free cash flow (2012-2018e)



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

- **Le BFR en 2016 a de fortes chances de progresser en ligne avec 2015** (autour de 82 M EUR), en incluant un poids de 30 M EUR lié au changement des échéances de paiement à la sécurité sociale (désormais mensuelles et non plus trimestrielles, 2/3), et de nouvelles réglementations au Royaume-Uni concernant les délais de paiement aux fournisseurs (1/3). **Au-delà de 2016, sauf élément exceptionnel, le BFR devrait selon nous progresser à un rythme moindre ;**
- **Restructurations : 55.8 M EUR ont été déboursés en 2015** (dont 25 M EUR au S1 et 30.8 M EUR au S2) **et nous anticipons 35 M EUR pour 2016** (dont 14.1 M EUR au S1 et une estimation de 21 M EUR au S2), et 25 M EUR pour 2017. **Au-delà, l'intégration de Steria étant réalisée, nous estimons que Sopra Steria devrait dépenser 0.4% de son CA en restructurations.** Ce chiffre se compare à nos estimations de 1% du CA pour Atos et de 0.6% pour Capgemini.
- **Contribution de SSCL au free cash flow : celle-ci sera nulle en 2016** alors qu'elle était négative de 10 M EUR en 2015 et de 65 M EUR au niveau de Steria en 2014. **A partir de 2017, nous supposons que SSCL contribuera positivement à hauteur de 20-30 M EUR par an ;**
- **Retraites : Sopra Steria débourse 17 M GBP en contribution additionnelle annuelle** (18.7 M EUR en 2014, 23.3 M EUR en 2015) jusqu'en juin 2017, date au-delà de laquelle une nouvelle négociation aura lieu avec les *trustees* dans le cadre du plan de comblement du déficit de retraites sur 4 à 13 ans établi en 2014. Sur la base d'un taux moyen EUR/GBP de 0.82 sur 2016 et de

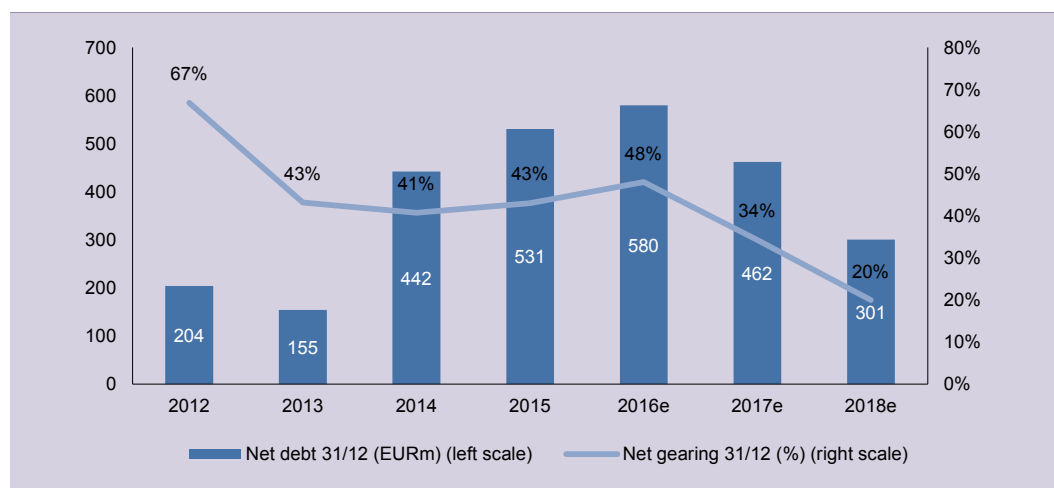
0.85 sur 2017-18 et en supposant que les déboursements restent à 17 M GBP par an, nous évaluons ces montants à 20.8 M EUR pour 2016 et 20 M EUR au-delà.

4.2. Désendettement théorique d'ici 2020

Nous attendons pour fin 2018 un endettement financier net autour de 300 M EUR, hors nouvelles acquisitions et éventuelle augmentation de capital réservée aux salariés.

Comme illustré Fig. 17, nous estimons que Sopra Steria, hors acquisitions futures et éventuelle augmentation de capital réservée aux salariés, devrait se désendetter complètement d'ici 2020 - cas selon nous très improbable dans la mesure où le groupe a nourri sa croissance par acquisitions, a toujours payé un dividende et ne s'est plus trouvé en trésorerie nette positive depuis 1998. Pour 2016, du fait de Cassiopæ nous anticipons que l'endettement net remonte de 49 M EUR pour atteindre 580 M EUR (gearing : 48%, +5 pts). Pour fin 2017, nous estimons que Sopra Steria réduira cette dette de 117 M EUR à 463 M EUR, soit un gearing de 34%. Pour fin 2018, nous prévoyons, dans le périmètre actuel, un endettement net de 301 M EUR et un gearing de 20%. En supposant un désendettement de 150 M EUR par an, nous estimons que le gearing tomberait à zéro fin 2020.

Fig. 17: Nos prévisions d'endettement net hors acquisitions (2012-2018e)



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

4.3. Près d'1 Md EUR de lignes de crédit utilisables

Une capacité d'endettement supplémentaire de 1 Md EUR jusqu'au 2019, mais pas d'opération d'envergure avant 2017.

Au 30/06/2016, l'endettement net s'élevait à 719.6 M EUR, soit 2.2x l'EBITDA alors que les covenants bancaires prévoient une limite de 3x. Compte tenu de ce niveau, Sopra Steria fera une pause dans les acquisitions jusqu'en 2017 hors taille très modeste (3 opérations en 2016 autour du million d'euros : EchoSystems et Active3D pour Solutions Immobilier, et Solid Group pour les Services en Norvège). Sopra Steria bénéficie de 1 561 M EUR de lignes de crédits (900 M EUR crédit renouvelable multidevises, 200 M EUR découvert bancaire, 180 M EUR emprunt obligataire, 267 M EUR crédit syndiqué en EUR et GBP et 14 M EUR location-financement), dont 564 M EUR ont été utilisées. Il reste donc 1 Md EUR de lignes de crédits non-utilisées - soit 47% des autorisations - que le groupe pourra tirer dans l'avenir. L'emprunt obligataire est à maturité 2019, tandis que les lignes bancaires ont pour maturité 2021 avec une extension possible à 2023. Hors Steria (2014, 1 042 M EUR en valeur d'entreprise, par échange d'actions), les acquisitions les plus onéreuses réalisées ces dernières années ont été Delta-Informatique (2011, 30 M EUR, pour Banking Software), Callataÿ & Wouters (2012, 141 M EUR, pour Banking Software), Cimpa (2015, 92 M EUR, pour Conseil & Intégration de Systèmes France), et Cassiopæ (2016, 51 M EUR pour 75%, pour Banking Software).

5. Comptes

5.1. Compte de résultat

EURm (FYE 31/12)	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e	CAGR 15-18e
Net revenue	1 216,7	1 349,0	2 280,4	3 584,4	3 742,9	3 861,2	4 042,2	4,1%
% change	15,9%	10,9%	69,0%	57,2%	4,4%	3,2%	4,7%	
Gross Margin	1 078,7	1 198,3	1 964,7	2 996,7	3 144,0	3 228,0	3 387,4	
% of revenue	88,7%	88,8%	86,2%	83,6%	84,0%	83,6%	83,8%	
Other third-party expenses	(133,8)	(155,6)	(289,9)	(500,2)	(520,3)	(529,0)	(553,8)	
% of revenue	11,0%	11,5%	12,7%	14,0%	13,9%	13,7%	13,7%	
Taxes	(15,4)	(17,6)	(23,4)	(32,4)	(29,9)	(30,9)	(32,3)	
Personnel costs	(811,8)	(911,9)	(1 437,7)	(2 185,6)	(2 271,9)	(2 309,0)	(2 409,2)	
% of revenue	66,7%	67,6%	63,0%	61,0%	60,7%	59,8%	59,6%	
Other expenses	8,8	17,0	6,3	25,4	16,9	20,5	18,7	
Amortisation	(17,0)	(21,3)	(27,0)	(58,4)	(48,5)	(49,5)	(49,5)	
Net operating provisions	0,0	0,0	0,0	0,0	(1,6)	(1,6)	(1,6)	
Adjusted EBIT	109,6	108,9	193,0	245,5	288,7	328,5	359,7	13,6%
% of revenue	9,0%	8,1%	8,5%	6,8%	7,7%	8,5%	8,9%	
Net restructuring charge	(6,6)	(25,3)	(25,1)	(67,2)	(15,0)	(15,4)	(16,2)	
Capital gains or losses	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Goodwill amortisation	(4,2)	(4,9)	(10,6)	(19,4)	(21,5)	(22,3)	(22,3)	
Stock-based compensation	(2,2)	(3,0)	(2,0)	(1,2)	(11,0)	(11,0)	(11,0)	
Other exceptional gains (losses)	(5,3)	28,2	(7,1)	(5,1)	(2,8)	0,0	0,0	
EBIT	91,3	103,9	148,2	152,6	238,5	279,7	310,2	26,7%
% of revenue	7,5%	7,7%	6,5%	4,3%	6,4%	7,2%	7,7%	
Cost of net debt	(7,2)	(7,0)	(7,4)	(8,1)	(7,1)	(4,9)	(2,9)	
Other financial gains (losses)	(1,0)	(1,4)	(10,7)	(14,9)	(15,0)	(15,0)	(15,0)	
Profit before tax	83,1	95,5	130,1	129,6	216,3	259,8	292,3	31,1%
Income taxes	(33,5)	(32,5)	(34,4)	(47,2)	(77,9)	(91,7)	(102,3)	
Tax rate	40,4%	34,1%	26,4%	36,4%	36,0%	35,3%	35,0%	
Consolidated net profit	49,5	63,0	95,7	82,4	138,4	168,1	190,0	32,1%
% of revenue	4,1%	4,7%	4,2%	2,3%	3,7%	4,4%	4,7%	
Profit from associates	6,1	8,4	5,8	7,2	9,8	12,1	13,9	
Minority interests	0,0	0,0	3,3	5,2	1,3	3,0	5,0	
Attributable net profit	55,6	71,4	98,2	84,4	146,9	177,2	198,9	33,1%
Average nb of shares - basic (m)	11,9	11,9	19,6	20,4	20,5	20,5	20,5	
Average nb of shares - diluted (m)	11,9	12,0	19,7	20,4	20,5	20,5	20,5	
Basic EPS (EUR)	4,67	6,00	5,02	4,14	7,17	8,65	9,71	32,9%
% change	-11,8%	28,4%	-16,4%	-17,6%	73,4%	20,6%	12,2%	
Adjusted EPS (EUR)	5,70	6,26	6,62	7,39	8,78	10,21	11,29	15,2%
% change	-8,5%	9,9%	5,7%	11,6%	18,8%	16,3%	10,6%	

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

5.2. Bilan

EURm (FYE 31/12)	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Goodwill	314,6	317,5	1 475,2	1 586,9	1 620,1	1 597,8	1 575,5
Intangible fixed assets	59,2	54,0	219,5	214,0	191,6	189,1	186,6
Tangible fixed assets	39,2	49,2	109,9	118,5	120,3	122,3	126,2
Fixed assets and goodwill	413,0	420,7	1 804,7	1 919,4	1 932,0	1 909,2	1 888,4
Investments	117,8	123,7	229,7	245,1	311,4	321,4	333,1
Deferred tax assets	34,5	25,6	154,7	142,7	162,7	162,7	162,7
Inventories	0,5	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4	0,5
Accounts receivables	387,8	446,1	988,9	1 154,1	1 199,8	1 227,1	1 273,6
Other short term assets	30,2	59,9	109,3	136,9	157,2	162,2	169,8
Current assets	418,5	506,3	1 098,4	1 291,4	1 357,4	1 389,8	1 443,9
Cash & cash equivalents	47,4	102,2	222,4	222,7	173,7	290,9	452,7
TOTAL ASSETS	1 031,1	1 178,5	3 510,0	3 821,3	3 937,3	4 073,9	4 280,8
Shareholders' equity	305,3	357,9	1 057,1	1 194,4	1 167,8	1 306,1	1 462,0
Minority interests	0,0	0,0	29,7	38,7	40,0	41,7	43,7
Consolidated equity	305,3	357,9	1 086,8	1 233,1	1 207,8	1 347,8	1 505,7
Long-term provisions	55,3	71,1	527,9	444,1	599,1	604,5	610,7
Deferred tax liabilities	18,0	2,1	8,1	15,8	15,8	15,8	15,8
Convertible bonds	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Long-term debt	73,0	135,5	594,9	437,8	437,8	437,8	437,8
Short-term debt	178,4	121,3	69,9	315,7	315,7	315,7	315,7
Debt	251,4	256,8	664,8	753,5	753,5	753,5	753,5
Accounts payable and accrued	56,1	68,9	260,3	259,4	257,3	252,2	258,7
Deferred revenues	76,4	100,1	191,4	249,3	252,5	260,5	272,7
Salary and income tax payable	257,7	312,0	689,9	760,8	746,8	731,9	750,9
Other liabilities	11,0	9,4	80,7	105,3	104,5	107,8	112,8
Current liabilities	401,1	490,5	1 222,3	1 374,8	1 361,1	1 352,3	1 395,1
TOTAL LIABILITIES	1 031,1	1 178,5	3 510,0	3 821,3	3 937,3	4 073,9	4 280,8

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

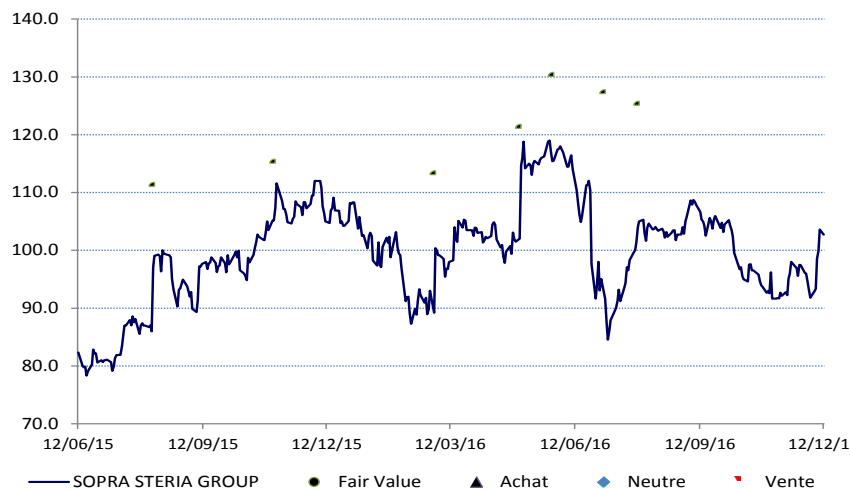
5.3. Tableau de financement

EURm (FYE 31/12)	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Operating cash flow	70,4	56,8	117,8	173,6	226,4	241,1	260,7
Change in WCR	(8,6)	(1,7)	14,8	(81,9)	(79,8)	(41,1)	(11,3)
Capital expenditure	(6,8)	(17,1)	(26,3)	(42,5)	(47,0)	(49,0)	(51,0)
Disposals in fixed assets	3,1	0,2	0,1	0,2	0,1	0,0	0,0
Net capex	(3,7)	(16,9)	(26,2)	(42,3)	(46,9)	(49,0)	(51,0)
Free cash flow	58,1	38,3	106,4	49,4	99,7	151,0	198,4
Investments	(0,8)	(1,2)	(9,1)	(0,3)	(38,7)	0,0	0,0
Disposals in investments	2,0	2,1	4,8	2,2	2,2	2,2	2,2
Acquisitions (goodwill)	(175,5)	41,1	(134,2)	(92,3)	(104,7)	0,0	0,0
Cash flow after investing activity	(116,1)	80,3	(32,1)	(41,0)	(41,5)	153,2	200,6
Dividends paid	(22,6)	(20,2)	(22,5)	(37,5)	(34,8)	(38,9)	(43,0)
Issuance of shares	0,7	1,4	0,9	(22,5)	11,3	0,0	0,0
Cap. Incr. for minority interests	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Incr. cash bef. loan repayments	(138,0)	61,5	(53,7)	(101,0)	(65,1)	114,2	157,6
Repayment of loans	123,8	(22,8)	(57,0)	119,7	96,1	22,9	20,3
Net increase in cash	(14,2)	38,7	(110,8)	18,7	31,0	137,1	177,9

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

Price Chart and Rating History

Sopra Steria Group



Ratings

Date	Ratings	Price
26/11/2008	BUY	EUR21,7658

Target Price

Date	Target price
29/07/2016	EUR125
04/07/2016	EUR127
27/05/2016	EUR130
03/05/2016	EUR121
01/03/2016	EUR113
04/11/2015	EUR115
07/08/2015	EUR111
20/03/2015	EUR90
19/03/2015	Under review
13/01/2015	EUR91
31/10/2014	EUR97
06/08/2014	EUR118
25/04/2014	EUR105
20/02/2014	EUR101
10/01/2014	EUR85
15/11/2013	EUR76
24/09/2013	EUR75
14/06/2013	EUR70

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 55,6%

NEUTRAL ratings 34%

SELL ratings 10,5%

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).	No

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.