

**Actionnariat :**

M. Rabasse DG 14,86% (19,7%DdV)  
 autres dirigeants et actionnaires familiaux 31,3% (40,9% DdV)  
 Flottant 53,8% (39,4% DdV), dt Amiral Gestion 6,68% (4,49% DdV)

Données boursières :		19/3/26	n actions : 12,834			
Dernier cours :		42,65€				
+haut /+bas 1 an :		64,40/40,25				
Cap. boursière :		547,4 M€				
Performance YTD :		- 25%	Perf. 2025 : + 27%			
		2023	2024	2025	2026e	2027e
BNA		2,89€	2,86€	3,02€	3,27€	3,58€
Var. BNA			- 1%	+ 5%	s	+ 10%
Cash Flow pa		3,2€	3,2€	3,2€	3,7€	4,0€
Actif Net pa		20,4€	21,2€	22,6€	24,4€	26,6€
Dividende net		1,20€	1,30€	1,40€	1,50€	1,40€
PER				14,1x	13,0x	11,9x
P/CF				13,5x	11,6x	10,7x
P/AN	2,09		2,01	1,88	1,75	1,60
Rendement net			3,0%	3,3%	3,5%	3,3%
CB/CA				0,91	0,80	
VE/CA				0,82		
VE / Ebitda				8,9x		

Dde 2025 : acomote de 0.60€ en novembre 2025

**Aubay -Sfaf RA2025 – Confcall 19 mars 2026**

Aubay a réalisé un bon exercice 2025, en forte accélération au T4 qui plus est, et entame 2026 dans les mêmes bonnes dispositions. Ceci alors que la consolidation de Solutec, la grosse acquisition de 2025, en année pleine apportera encore plus d'activité, avec des marges probablement améliorées par les rationalisations de coûts.

Bref : tout va très bien. Sauf que le marché a décidé que l'Apocalypse AI va balayer tout ça. Ce qui reste toutefois largement à démontrer selon la direction de la société en tout cas.

Dividende : 1,40€, soit un solde de 0,80€ en mai.

Et il y aura aussi des rachats d'actions en 2026.

MM. Rabasse, Pdt, et Fuks, DAF

**1 - 2025 :** contexte économique pas très flamboyant, mais Aubay a surperformé son marché, et est en croissance organique, et surtout en France grâce aux fortes positions dans le secteur bancaire, et avec une superbe S2, soit mieux que ce qu'on attendait en début d'année. Et Aubay a aussi fait une grande acquisition avec Solutec, consolidé depuis le 1<sup>er</sup> juillet. Et a fini l'année avec un bilan toujours plein de cash après dividende et paiement de Solutec.

Bilan RSE : consommation d'électricité en baisse de -30% en 7 ans, 94% des sites en électricité renouvelable, bonne proportion (35%) de femmes dans le management, etc... ⇔ très bonne note chez Ecovadis (81/100) et Ethifinance (77/100), et progression chez Cybervadis et CDP

**2 - CA 2025 : 601,6M€** (dont 41,7% hors de France) : +11,4% en publié et +1,2% en organique, dont +4,5% organique en France. Avec 54,6M€ de CA apporté par Solutec au S2. L'activité étant toujours tirée par les secteurs Banque/Finance (40%CA) et Assurances (18%CA).

L'ensemble des objectifs dépassé. Forte accélération au S2 (CA +7,3%), avec une demande qui n'a fait que se renforcer mois après mois, y compris et surtout en Espagne et en Italie. Deux bémols : secteur public en baisse au Belux, avec l'arrêt d'un grand projet, et plat dans les télécoms.

Avec un effet prix de +3%, qui plus que compense la hausse de la masse salariale => marge brute en hausse, avec en plus avec un bon taux d'utilisation de 92,9%.

Effectifs : 9 049 salariés c. 7 483 : 91,4% de productifs. Taux d'intercontrats à 6% : satisfaisant. Et reprise des recrutements avec 150 consultants en plus dans la partie historique. Solutec : le taux de productifs a augmenté de deux points avec un peu plus de productifs et un peu moins de support.

Churn : 20% pour tout le groupe : stable.

Acquisition de Solutec : enrichit le ptf clients et élargit la diversification sectorielle : transport, utilities, grande distribution, et la présence en Régions.

**ROC d'activité : 54,96M€** c. 49,58 (avant coût des stock-options)

Marge op : 9,1% c 9,2, mais elle aurait été de 8,5% avec Solutec sur une année entière, contre 7,2% au S1.

**Nb : la rentabilité de Solutec** est plus faible, soit une marge op 2024 de 3%, mais elle remontée rapidement, soit 6% fin 2025, avec l'unification de l'organisation commerciale, la mutualisation des fonctions supports, l'IT y compris, et la rationalisation immobilière en cours : regroupement des équipes et moins de surfaces louées.

Reste à faire : la fusion juridique et la migration des systèmes d'information ⇔ on peut encore gagner de la marge op en France : 7,8% en 2025 à 9% en 2026p. Rentabilité stable au Belux et en Espagne, et gain de +1 point de marge en Italie.

**SF : +0,4M€ c. +2,8M€** avec -1,6M€ de charges financières avec l'emprunt contracté pour Solutec.

### Aubay

#### Compte de résultats et prévisions :

Var. CA yoy :	+ 4%	+ 1%	+ 11%	+ 13%	+ 4%	Bilan 31/12/2025 en M€			
en M€	2023	2024	2025	2026e	2027e				
Chiffre d'affaires	534,1	540,3	601,6	680	710	GW et incorp.	199,9	Fonds Propres	290,5
EBE	50,2	52,8	55,3	68	70	Immobilisations	24,5	Prov. LT	9,2
Résultat Op. Courant*	46,0	48,6	53,5	63	65	Autres actifs**	255,9	Dettes financières*	31,8
Marge opérationnelle	8,6%	9,0%	8,9%	9,3%	9,2%	Liquidités	88,0	Autres passifs**	236,8
Résultat financier	1,5	2,5	1,6	2	2		568,3		568,3
RCAI	47,5	51,1	55,1	65	67	** : dt IFRS 16	29,8		31,6
Résultat net pdg	33,4	37,6	38,1	42	46			* : dont DCT :	10,0
Résultat net retraité	37,1	36,7	38,7	42	46	Dettes nettes :	-56,2		
Marge nette	6,9%	6,8%	6,4%	6,2%	6,5%	Dettes nettes/FP :	-19%	FR	97,1
Sources : publications société				Prévisions : Olier E&R		ROE :	13,3%	BFR	19,1
dt coût des stock-options	1,4	1,0	1,4			Coût moyen de la dette :	-5,0%	Trésorerie Nette	78,0
						DN/Ebitda	-1,0x		

Retrait. 2023 : -nil- restructurations : récurrent

Retrait. 2024 : +value Métropole +0,9, restructurations : récurrent

Retrait. 2025 : amt PPA-0,6

**Financement** nb : EBE 2023&24&25: hors impact IFRS16 de 3,8&3,5&5,7 /SF -0,2&-0,2&-0,4

Financement						Bilan 31/12/2024 en M€			
CAF	41,3	40,9	40,5	47,0	51,0	GW et incorp.	132,8	Fonds Propres	271,9
- Investissements bruts*	1,8	1,9	68,8	2,0	2,0	Immobilisations	14,4	Prov. LT	7,2
= Free cash-flow	39,5	39,0	-28,3	45,0	49,0	Autres actifs**	209,9	Dettes financières*	1,7
* dt acquisitions	0,0	0,0	66,7	: Solutec		Liquidités	113,6	Autres passifs**	189,9
+/- Variation BFR		13,1	0,9				470,7		470,7
- Dividende		16,7	18,0			** : dt IFRS 16	18,3	* : dont DCT :	1,2
= cash discrétionnaire		35,4	-45,3			Dettes nettes :	-111,9		
Achats & Sous-traitance	131,9	134,0	132,8	- 1%		Dettes nettes/FP :	-41%	FR	132,4
Marge achats/CA	75,3%	75,2%	77,9%	+2,7pt		ROE :	13,5%	BFR	20,0
Frais de personnel	342,5	344,2	400,3	+ 16%		Coût moyen de la dette :	2,2%	Trésorerie Nette	112,4
FP/CA	64,1%	63,7%	66,5%	+2,8pt		Sources : publications société			
Effectifs	7 779	7 483	9 049						
CA/Effectifs K€	68,7	72,2	66,5	- 7,9%					

### Bilan :

- Solutec : plus de goodwill et plus de relations clients à l'actif, qui sera amortie sur 10 ans
- Solutec payé 67M€ net du cash, financé par un peu de dette financière : +30M€ d'emprunt sur 5 ans.
- mais situation de trésorerie nette toujours très positive et confortable : +78M€ c. +112,4

### 3 - Perspectives 2026 :

- le marché toujours plutôt bon : plus d'AO un peu partout, sauf au Belux et chez les assureurs, et gains records sur les 2 premiers mois 2026
- les prix sont bons et compensent les hausses de salaires. Taux de productivité très bon aussi.
- on recrute, et les effectifs sont en hausse ytd
- Italie : à nouveau en croissance depuis 2025, avec des gains de marge à la clé
- Solutec : l'intégration va un peu plus vite que prévu
- => CA 2026 : +3 à +5% organique - Marge op : 9 à 9,5%

#### **4 - Impact de l'IA :**

- ne pas faire de prédictions, rester humble, et laisser les esprits éclairés (qui ont dans le passé prévu la fin des SSII en 2000, des banques en 2008, et après avec la blockchain, etc...) avoir des opinions tranchées.

- le métier d'ESN est très résilient : on s'adapte en permanence, et l'IA est un outil de plus, présent dans tous les frameworks chez les clients et chez Aubay aussi.

- gains de productivité liés à l'IA : on entend tout et n'importe quoi de la part des éditeurs de logiciels IA, des programmeurs du dimanche, etc... mais Aubay a pour le moment beaucoup d'activité. Les clients auront toujours besoin d'Aubay pour faire des gains de productivité avec l'IA. Aubay recrute les meilleurs ingénieurs, les formes en permanence, et va continuer à s'adapter.

#### **4 - Questions :**

##### **Q : allocation du capital ? plus de rachats d'actions avec la baisse du titre ?**

R : on continue les rachats, et on sera vraisemblablement plus agressif avec la valorisation du moment. Mais ça dépend si on a encore du cash après M&A.

##### **Q : M&A : encore des acquisitions regardées dans le non-coté ?**

R : on regarde toujours des dossiers, mais le marché est schizophrène : il voudrait qu'on fasse des acquisitions, mais nous voit aussi faire faillite avec l'IA. Beaucoup de petits dossiers en vente, mais peu d'acheteurs, ni dans le PE, ni dans l'industrie.

##### **Q : hypothèse prix/salaire pour 2026 ?**

R : prix +3% et masse salariale un peu moins : +1 point de marge brute en 2025 et hypothèse de prix à +2,5%.

##### **Q : hypothèse de taux d'utilisation 2026 ? rebond encore ?**

R : peu de recrutements ces dernières années ⇔ bon taux d'utilisation. Mais on recrute plus à présent pour capter de la croissance et des parts de marché, et petite dégradation pas grave.

##### **Q : gains de parts de marché contre qui ? et comment ?**

R : on a des confrères qui sont très bons aussi : Aubay est très bien organisé, et est une bonne machine à bien produire et à bien vendre, et contexte plus favorable dans la Banque & Assurance, où Aubay est très bien implanté.

##### **Q : IA : beaucoup de tâches automatisables dans la banque : offre propriétaire de plateforme d'agents ?**

R : beaucoup de tâches automatisables partout, mais les clients ne demandent pas de plateformes d'agents pour le moment.

##### **Q : IA : va changer le mode de rémunération ? : moins de body shopping et plus de facturation au résultat ou au forfait ?**

R : beaucoup de gens disent ça, et ça fait 40 ans qu'on explique que la régie va disparaître. Mais la régie est souvent demandée par les clients en avant-projet, pour abaisser le risque de projets ratés et coûteux. Et les mêmes technologies sont utilisées en régie ou au forfait : les clients demandent des ingénieurs qui maîtrisent des outils d'IA. Les nouvelles ESN qui parlent de prendre les projets et de les faire à dix fois moins cher avec l'IA racontent un peu n'importe quoi : si elles peuvent le faire, tout le monde peut le faire.

##### **Q : Italie : objectif de marge 2026 ?**

R : beaucoup d'actions menées ces dernières années, et on est passé de 3% de marge op à 5% en 2025. On a gagné pas mal de projets : confiance pour faire de la croissance en 2026 et gagner encore 1 à 1,5 point de marge en 2026

##### **Q : Belux : CA en baisse, mais bonne marge : relancer l'activité, ou vendre ?**

R : petit marché pas très stratégique, mais on continue à répondre à des AO et on sera aussi rentable en 2026 qu'en 2025, soit une marge op de 7%. Et pas de décision pour vendre ou pas.

##### **Q : guidance 2026 : autant en France qu'à l'international ?**

R : toujours un différentiel de croissance entre la France et l'International, même si ça va s'améliorer partout. La croissance en France du S2-2025 soutenable pour 2026, avec les gains de projets et les recrutements.

##### **Q : croissance embarquée 2026 avec les recrutements et Solutec en année pleine ?**

R : la croissance embarquée liée aux recrutements nets de fin 2025 : +1 à +1,5% et on continue à recruter depuis le début de

##### **Q : des gains de parts de marché : où ?**

R : toujours la banque et l'assurance, et de plus en plus dans l'énergie/utilities, où la contribution au CA devrait passer de 14% en 2025 à 18% en 2026

##### **Q : hypothèse 2026 : la direction confortable avec le haut de fourchette de l'objectif ?**

R : on est confiant, avec les bons prix et l'effet embarqué des effectifs et la productivité, sauf en cas de récession déclenchée par la guerre en Iran.

**Q : arriver à aligner Solutec en 2026 plutôt qu'en 2027 ?**

R : on va plus vite que ce qu'on imaginait, en menant de nombreuses actions. Mais ça peut prendre encore du temps pour bien rationaliser le parc immobilier et bien réduire les surfaces louées et les loyers payés.

**Q : chiffrer les gains de productivité liés à l'IA ?**

R : on attend toujours des gains globaux de +10%, parfois plus vite sur certains segments. On ne peut pas mesurer les gains de productivité réalisés par nos ingénieurs en régie chez les clients. Et les chiffres qu'on peut trouver dans les médias sont plutôt modérés, tout le monde voyant les gains fracassants de l'IA à long-terme.

Et pas de pressions tarifaires ressenties chez Aubay : nos ingénieurs sont jeunes et presque IA natifs. Et on ne voit pas nos ingénieurs passer moins de temps chez les clients parce qu'ils travaillent plus vite.

Impact à venir de l'IA : pas de vraie réponse en ce qui nous concerne, car c'est trop compliqué pour nous.

**Q : poids des projets liés à l'IA dans le total ?**

R : très diffus et pas mesurable. Tout le monde utilise l'IA chez Aubay, et un projet pur IA n'a pas de sens : la question restant les gains de productivité, même si les marchés financiers ont tranché.

**Q : dynamiques différentes entre l'Espagne et le Portugal ?**

R : reprise au Portugal au S2, qui se confirme sur le début de l'année.

**Q : budget pour les outils IA utilisés en interne ?**

R : on n'arrête pas d'acheter des outils IA : pour le recrutement, etc..., mais ça ne gonfle pas significativement les budgets.

**Q : outils IA ? chez les clients ?**

R : on arrive avec des PCs nus, que les clients chargent avec leurs frameworks : ce sont eux qui achètent les licences. Et chaque client a son propre environnement isolé de ceux des autres dans nos centres de services : pour la sécurité, etc...

**Q : volonté des clients de refaire leurs systèmes legacy avec l'IA ?**

R : la profession explique aux clients qu'on va faire des économies en changeant de technologies, mais ça coûte toujours aussi cher en fait.

**Q : client SocGen : référencements changés ?**

R : les discussions avec les clients grands comptes : légère augmentation des budgets IT, les clients ayant plus à faire par ailleurs avec les hyperscalers. Mais Aubay profite plutôt quand ils veulent réduire le nombre de fournisseurs. Aubay a moins de consultants à la SocGen, mais toujours des demandes sur toutes sortes de sujets, d'autant qu'ils ne semblent pas très contents de leurs ressources offshore en Inde.