



Le retour à la croissance pour les majors européens

BTP, Energie, Immobilier, Concessions

Septembre 2022

11^{ème} édition

mazars

Edito

Principaux enseignements

- 06 Un niveau d'activité d'avant-crise retrouvé, voire dépassé
- 08 Évolution de l'activité des majors à l'international
- 10 Évolutions marquantes du chiffre d'affaires et du taux de marge opérationnelle : une dynamique de reprise post-covid
- 12 Une augmentation significative du carnet de commandes
- 13 Endettement brut, trésorerie et lignes de crédit non tirées
- 15 Mouvements stratégiques et diversifications
- 17 Zoom sur la première application de la taxonomie

Rentabilité des majors par secteur en 2021

- 24 BTP
- 25 Energie / Services
- 26 Immobilier
- 27 Concessions / Infrastructures

Conclusion

Edito

Après une année 2020 marquée par la crise sanitaire de la Covid-19, les acteurs majeurs du BTP, de l'énergie, de l'immobilier et des concessions ont renoué avec la croissance sur cette année 2021, avec un niveau d'activité d'avant crise retrouvé, voire dépassé pour le secteur des Energies et Services. Le taux de marge 2021 n'a cependant pas retrouvé le niveau de 2019, alors que le secteur affronte en 2022 des challenges inédits (inflation, pénuries, etc.).

La comparaison des résultats annuels 2021 des majors européens, avec l'analyse des résultats par secteur d'activité, met en évidence les impacts de ce contexte de reprise post-crise selon les secteurs d'activité mais également selon les géographies.

L'analyse des opérations de croissance externe et des mouvements stratégiques en cours et à venir confirme les fortes ambitions de développement des majors et la poursuite des acquisitions, notamment dans le secteur des Energies et Services.

NEW

Dans un contexte de 1^{ère} application du règlement européen de la taxonomie, les communications sur les indicateurs obligatoires, à savoir le ratio d'activités éligibles sur le chiffre d'affaires, les CAPEX et les OPEX, mettent en évidence des différences significatives entre les groupes. L'évolution dans le temps de ces indicateurs sera un point d'attention à l'avenir.

Bonne lecture !



Olivier Thireau

Associé, Responsable du secteur Immobilier et BTP



Mathieu Delafoy

Associé, Secteur Immobilier et BTP



Panel

Le Panel 2021 intègre l'ensemble des groupes européens, pure players ou acteurs diversifiés autour des métiers de la construction, dont le chiffre d'affaires consolidé est supérieur à 5 Mds€, soit 17 groupes.

Par rapport à la précédente édition de notre étude parue en 2021, le Panel a légèrement évolué avec l'intégration du groupe autrichien **Porr AG**, qui a dépassé pour la première fois la barre des 5 Mds€ de chiffre d'affaires en 2021.

Plusieurs évolutions sont à relever par rapport à 2020 dans ce classement établi sur la base du chiffre d'affaires :

Acciona progresse de 3 places, tandis que **Bouygues**, **Strabag**, **Balfour Beatty**, **Ferrovial**, **FCC** et **Webuild** gagnent chacun une ou deux places. A l'inverse, **ACS**, **Skanska**, **PEAB** et **NCC AB** perdent chacun une place et **Atlantia**, perd 6 places. De nombreux mouvements stratégiques d'acquisitions et de cessions ont eu lieu (cf. encart spécifique) et expliquent une partie de ces évolutions. A titre d'exemple, **Atlantia** a cédé la totalité de sa participation dans le projet *Autostrade per l'Italia* et **ACS** a cédé ses activités « Energies et Services » à **Vinci**.

Rang	Evolution vs. 2020	Pays d'origine	Groupe	CA 2021 en Mds€	Taux Marge Opérationnelle 2021 (%)	Capitalisation boursière à fin 2021 (Mds€)	Variation 2020/2021 de la capitalisation boursière (en monnaie locale)
1	=	France	Vinci	49,4	9,0%	55,0	10%
2	+1	France	Bouygues	37,6	4,5%	12,0	-6%
3	-1	Espagne	ACS	27,8	2,0%	7,2	-15%
4	=	France	Eiffage	19,2	10,0%	8,7	12%
5	+1	Autriche	Strabag	15,3	5,3%	3,8	31%
6	-1	Suède	Skanska	14,2	5,5%	9,6	14%
7	+1	Royaume-Uni	Balfour Beatty	8,4	1,9%	2,2	-3%
8	+3	Espagne	Acciona	8,1	9,4%	9,2	44%
9	=	Pays-bas	Royal BAM Group	7,3	1,5%	0,7	58%
10	=	France	Spie	7,0	5,1%	3,2	12%
11	+1	Espagne	Ferrovial	6,8	5,0%	20,2	22%
12	+1	Espagne	FCC	6,7	8,4%	4,7	31%
13	-6	Italie	Atlantia	6,4	-3,8%	14,4	19%
14	+2	Italie	Webuild	6,1	-0,1%	2,1	96%
15	-1	Suède	PEAB	5,8	5,0%	3,3	28%
16	-1	Suède	NCC AB	5,3	3,4%	1,8	12%
17	NA	Autriche	Porr AG	5,2	1,8%	0,5	44%

Source : Documents d'enregistrement universel des groupes et Bloomberg

Au contraire de 2020, où les effets de la crise de la Covid-19 se sont ressentis sur la capitalisation boursière du Panel, 2021 est marqué par une reprise générale. En moyenne (non pondérée), la capitalisation boursière

augmente de 24% sur les 17 groupes du Panel après une baisse de 12% en 2020. Cette augmentation est à mettre au regard de l'évolution de l'EURO STOXX 50 qui augmente de 21% en 2021.

Conformément à IFRS 5, les données 2019 et 2020 concernant ACS et Atlantia présentées dans l'étude ont été retraitées afin de neutraliser l'effet des principales cessions de l'exercice ou en cours : pour ACS, l'activité de Cobra IS a été retraitée (cession à Vinci en 2021) ; pour Atlantia, l'activité du projet *Autostrade per l'Italia* a été retraitée (cession de sa participation en cours).

Dans l'ensemble de cette étude, la marge analysée correspond au résultat opérationnel courant. Pour certains groupes ne publiant pas cet agrégat au compte de résultat, nous avons retraité les éléments

exceptionnels présentés (résultat de cession, *impairment* significatif, résultat des sociétés mises en équivalence, etc.).

Vinci n'effectuant plus de distinction entre ses activités Route et BTP, ces données ont été intégrées au sein du secteur BTP au contraire des années précédentes où un indicateur spécifique à la Route était détaillé (cf. notamment partie 2. Rentabilité des majors par secteur en 2021). Ce changement concerne Vinci (avec Eurovia) et Bouygues (avec Colas). Les données 2020 ont été retraitées en ce sens au sein du secteur BTP.

Principaux enseignements

01



Principaux enseignements

Un niveau d'activité d'avant-crise retrouvé, voire dépassé

	ÉVOLUTION 2021 VS. 2020		ÉVOLUTION 2021 VS. 2019	
	Activité	Taux de marge opérationnelle	Activité	Taux de marge opérationnelle
 Panel	 +9,2%	 +1,4 pt	 +0,9%	 -1,3 pt
 dont Groupes français	 +10,7%	 +1,8 pt	 +1,2%	 -0,7 pt

L'année 2021 est marquée par une reprise significative de l'activité des majors, de +9,2% par rapport à 2020, pour retrouver des niveaux comparables à ceux de 2019 (+0,9% d'augmentation entre 2021 et 2019). De la même manière, le taux de marge opérationnelle augmente de +1,4 pt entre 2020 et 2021, mais reste à un niveau néanmoins inférieur à celui de 2019 (-1,3 pt de diminution entre 2019 et 2021).

Pour plus de la moitié des majors du Panel, l'activité retrouve ainsi des niveaux d'avant crise, même si tous les secteurs ne sont pas concernés de la même manière. Ainsi, l'activité du secteur des concessions reste en retrait par rapport à 2019 avec une diminution d'activité entre 2021 et 2019 de -12,7%. Ce retrait s'explique principalement par une reprise du trafic aérien moins importante que la reprise du trafic routier. Par ailleurs, contrairement au secteur du BTP (y compris Route) qui reste en léger retrait par rapport aux niveaux d'avant crise (-1,6% d'activité par rapport à 2019), les secteurs de l'immobilier et des Energies et Services observent une forte augmentation d'activité par rapport à 2019 à hauteur respectivement de +10,1% et +9,9%. Pour l'immobilier cette augmentation est notamment due à un décalage dans le temps de certains projets dont des projets d'immobilier d'entreprise fortement contributeurs à l'activité (cas de **NCC AB**). Le secteur des Energies et Services a quant à lui bénéficié de la résilience et du développement de ses activités fonds de commerce (cas de **Bouygues** et **Eiffage**) mais aussi d'effets volumes et prix sur les infrastructures existantes (**Acciona** et **FCC**) ainsi que des mécanismes de croissance externe comme pour **Vinci** (+0,3 Md€ de CA entre 2020 et 2021).

Concernant l'évolution du taux de marge opérationnelle, tous les secteurs progressent en 2021. Le BTP (y compris Route), dont la part d'activité des majors passe de 60% à 63% entre 2020 et 2021, a une rentabilité de 2,5% contre 1,9% en 2019, soit une légère progression. De la même manière, le secteur des Energies et Services, qui avait mieux résisté aux effets de la crise sanitaire en 2020 et qui a fait l'objet de nombreux mouvements stratégiques sur les derniers exercices, représente 18% de l'activité des majors et ressort une nouvelle fois avec des taux de marge opérationnelle élevés : 9,0% en 2021 contre 7,4% en 2019. Par rapport à 2019, le taux de marge opérationnelle global diminue néanmoins de 1,3 pt pour l'ensemble du Panel, cette diminution est principalement impactée par le secteur des concessions dont la marge opérationnelle globale passe de 31,5% en 2019 à 24,7% en 2021. En effet, comme souligné précédemment, malgré une reprise de l'ensemble de l'activité de ce secteur, les niveaux de trafic aérien et autoroutier n'ont pas atteint des niveaux similaires à 2019.

Principaux enseignements

Un niveau d'activité d'avant-crise retrouvé, voire dépassé

Zoom sur les acteurs français

Concernant les majors français, ils se distinguent avec des progressions de résultats supérieures à leurs concurrents européens, avec une augmentation de l'activité globale de +10,7% et une évolution du taux de marge opérationnelle de +1,8 pt entre 2020 et 2021. La dynamique par rapport à 2019 est également supérieure à la moyenne du Panel avec une augmentation de l'activité de +1,2% et une diminution du taux de marge opérationnelle moins conséquente que leurs concurrents à hauteur de -0,7 pt.

Entre 2020 et 2021, l'augmentation de l'activité des majors français est portée par le secteur des concessions sur les projets autoroutiers et aéroportuaires : à la fois **Vinci** et **Eiffage** voient leur activité augmenter de +17,4 % et leur taux de marge opérationnelle de +8,7 pts sur ce secteur. Les niveaux d'activité par rapport à 2019 présentent des disparités entre les majors avec une diminution de l'activité de **Vinci** sur ce secteur de 18%, dont l'activité aéroportuaire est plus significative, et une activité relativement stable pour **Eiffage**.

A fin 2020, les leaders français affichaient néanmoins des carnets de commandes records (partiellement liés à un confinement plus fort en France et donc à un décalage de l'activité

en 2021, mais aussi liés à une forte dynamique commerciale). Leur activité est toujours portée par des projets d'envergure dans le secteur de la Construction comme la ligne à grande vitesse *High Speed 2* au Royaume-Uni ou encore le Grand Paris Express, ce qui leur a également permis de se distinguer de leurs voisins européens. Entre 2020 et 2021, **Vinci**, **Bouygues** et **Eiffage** bénéficient d'une évolution de leur activité construction (BTP et Route) de +11,5% et de +1,5 pt en moyenne du taux de marge opérationnelle. Cette augmentation leur permet ainsi de retrouver des niveaux d'activité et de taux de marge opérationnelle stables par rapport à 2019.

Enfin, le secteur des Energies et Services apparaît comme un secteur en pleine croissance et sur lequel la plupart des majors fondent leurs stratégies futures (acquisition en cours d'Equans pour **Bouygues** et acquisition des activités Energies et Services / Cobra IS d'**ACS** par **Vinci**) avec une augmentation de +10,3% d'activité et +1,2 pt de taux de marge opérationnelle sur 2021. Hors impact de la crise sanitaire, le secteur reste porté par ses activités fonds de commerce avec une augmentation globale de l'activité de +4,9% et une augmentation du taux de marge opérationnelle de +0,4 pt en moyenne par rapport à 2019.

	Evolution 2021 vs 2020		Evolution 2021 vs 2019	
	Activité	Taux de marge opérationnelle	Activité	Taux de marge opérationnelle
Groupes français, dont* :	+10,7%	+1,8 pt	+1,2%	-0,7 pt
BTP (y compris Route)	+11,5%	+1,5 pt	+0,4%	+0,1 pt
Energies et Services	+10,3%	+1,2 pt	+4,9%	+0,4 pt
Immobilier	+19,8%	+1,9 pt	+0,1%	-1,7 pt
Concessions	+17,4%	+8,7 pts	-8,6%	-6,3 pts

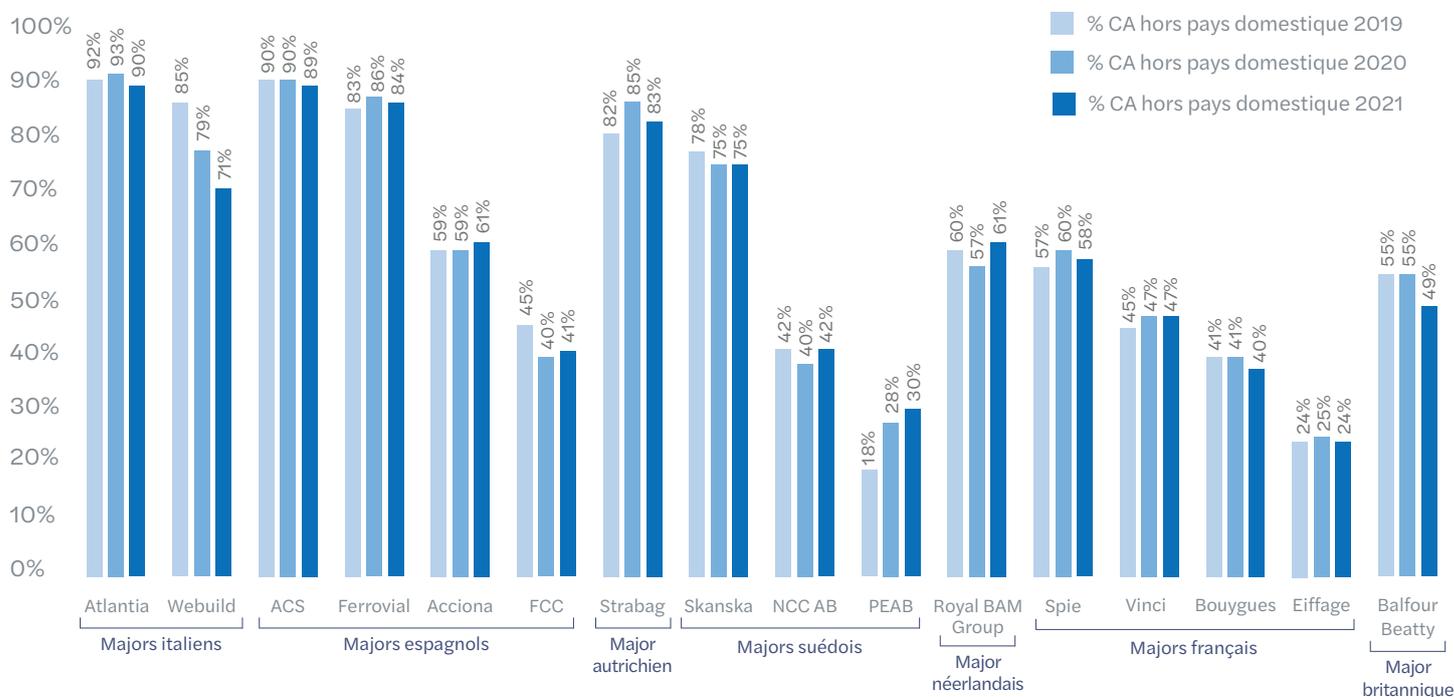
*Moyennes non pondérées en fonction des 4 groupes français

Principaux enseignements

Évolution de l'activité des majors à l'international

Répartition géographique de l'activité des majors

Evolution de la part de CA hors pays domestique entre 2019 et 2021



*Le groupe autrichien Porr AG n'a pas été intégré dans cette analyse, la distinction entre le CA du pays d'origine et à l'international n'étant pas présentée dans ses publications.

En 2021, 59% de l'activité des majors est réalisée à l'international (hors pays domestique) contre 60% en 2020. Après plusieurs années consécutives de hausse de la part de l'international dans l'activité des majors, cette tendance s'est ralentie en 2021. Cette diminution prend en compte le retraitement des données 2019 et 2020 pour ce qui est des cessions de l'activité *Autostrade per l'Italia* pour **Atlantia** et Cobra IS pour **ACS** (IFRS 5). Concernant **Atlantia**, cette cession a pour conséquence une forte hausse de son activité à l'international avec une augmentation de +31,2 pts par rapport à 2020 (sans données retraitées).

Dans la même tendance que l'année précédente, le groupe italien **Webuild** voit sa part de d'activité à l'international diminuer à hauteur de -8,6 pts par rapport à 2020 avec 71% de son activité réalisée hors de son pays domestique. Cette diminution s'explique principalement par la volonté stratégique du groupe de recentrer son activité sur le territoire italien autour du « *Progetto Italia* » (comprenant l'acquisition en novembre 2020 de l'entreprise italienne Astaldi spécialisée dans le secteur de la construction et des travaux publics) dont l'objectif

est la création d'un major de la construction italien afin de répondre aux besoins en termes d'infrastructures du gouvernement sur le territoire national.

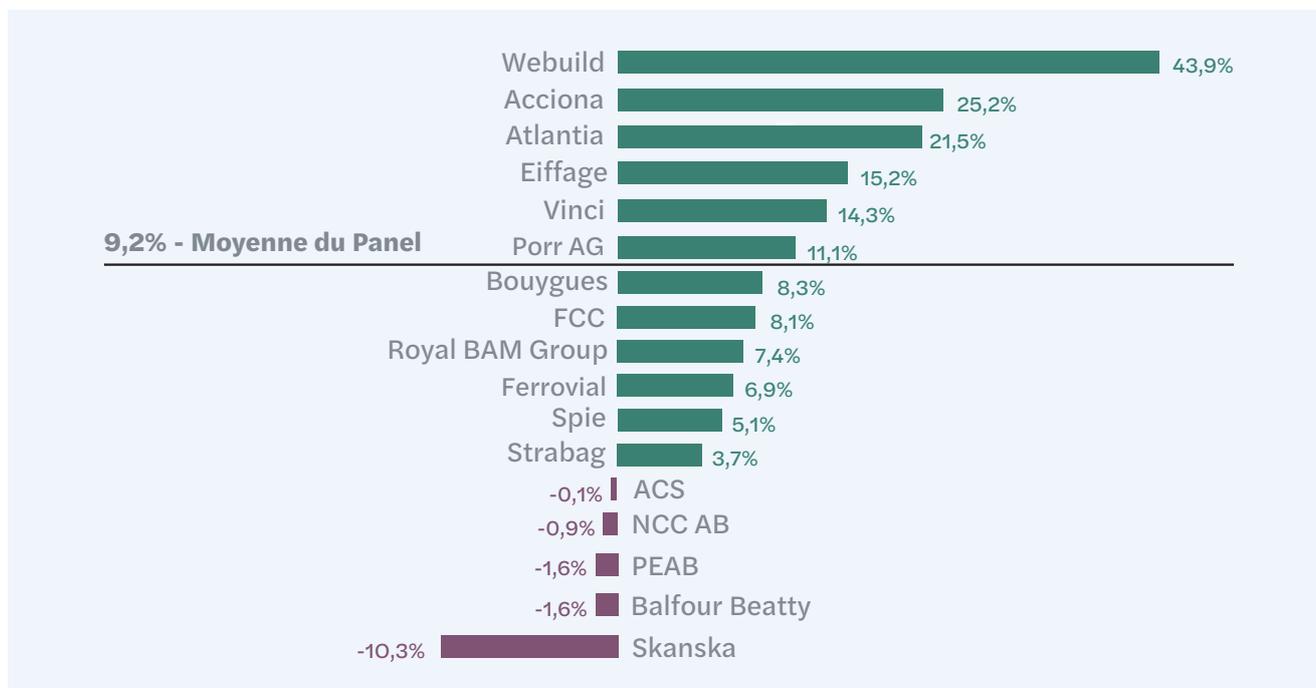
Pour les majors français, la part de l'international est relativement stable : **Vinci** et **Eiffage** se maintiennent à des niveaux similaires par rapport à 2020 tandis que **Spie** et **Bouygues** observent une légère diminution de leur part à l'international (respectivement -1,9 pt et -1,3 pt). La diminution d'activité constatée de **Spie** s'explique notamment par une baisse de ses activités au Royaume-Uni ; concernant **Bouygues**, cette diminution se concentre hors Europe et notamment en Australie dont le marché du bâtiment résidentiel connaît un ralentissement mais aussi en Afrique/ Moyen-Orient où, malgré des opportunités de développement d'une économie « post-pétrole » importantes, le contexte géopolitique reste fragile. Concernant **Vinci**, la récente acquisition des activités de Cobra IS (fin 2021) entraînera en 2022 une augmentation de la part de ses activités à l'international réalisées notamment en Espagne et Amérique Latine.



Principaux enseignements

Évolutions marquantes du chiffre d'affaires et du taux de marge opérationnelle : une dynamique de reprise post-covid

Évolution de l'activité des majors entre 2020 et 2021



Après un exercice 2020 fortement impacté par la crise de la Covid-19, la reprise de l'activité pour le Panel est observée pour la majorité des acteurs : 12 d'entre eux, dont les 4 français voient une reprise de leur activité en 2021, avec pour 6 majors, une croissance de plus de 10 % signe d'une réelle reprise du secteur.

Au contraire de 2020, dont leur évolution était comprise entre -10% et -11%, **Webuild** et **Acciona** enregistrent les plus fortes croissances d'activité du Panel avec des augmentations respectives de +43,9% et +25,2%. **Webuild** a été principalement porté par l'impact de sa fusion avec Astaldi fin 2020 et par quelques projets d'envergure dont notamment *Perth Metro* en Australie ou encore la ligne 3 du métro Riyadh en Arabie Saoudite. Excepté dans le secteur de l'immobilier résidentiel, l'activité d'**Acciona** a été en hausse et principalement portée par sa division Energie (+39,8%) avec une augmentation dans toutes les zones (Espagne, Etats-Unis ou Chili) grâce à un effet prix mais aussi à des investissements dans des actifs stratégiques comme les nouvelles infrastructures ayant commencé à opérer au Texas.

Atlantia observe également une reprise de son activité (+21,5% vs. 2020) portée principalement par le pôle Abertis – activités de concessions autoroutières dont l'exploitation au Mexique de la Red de Carreteras de Occidente ou aux Etats-unis de Elizabeth River Crossings (actifs acquis en 2020).

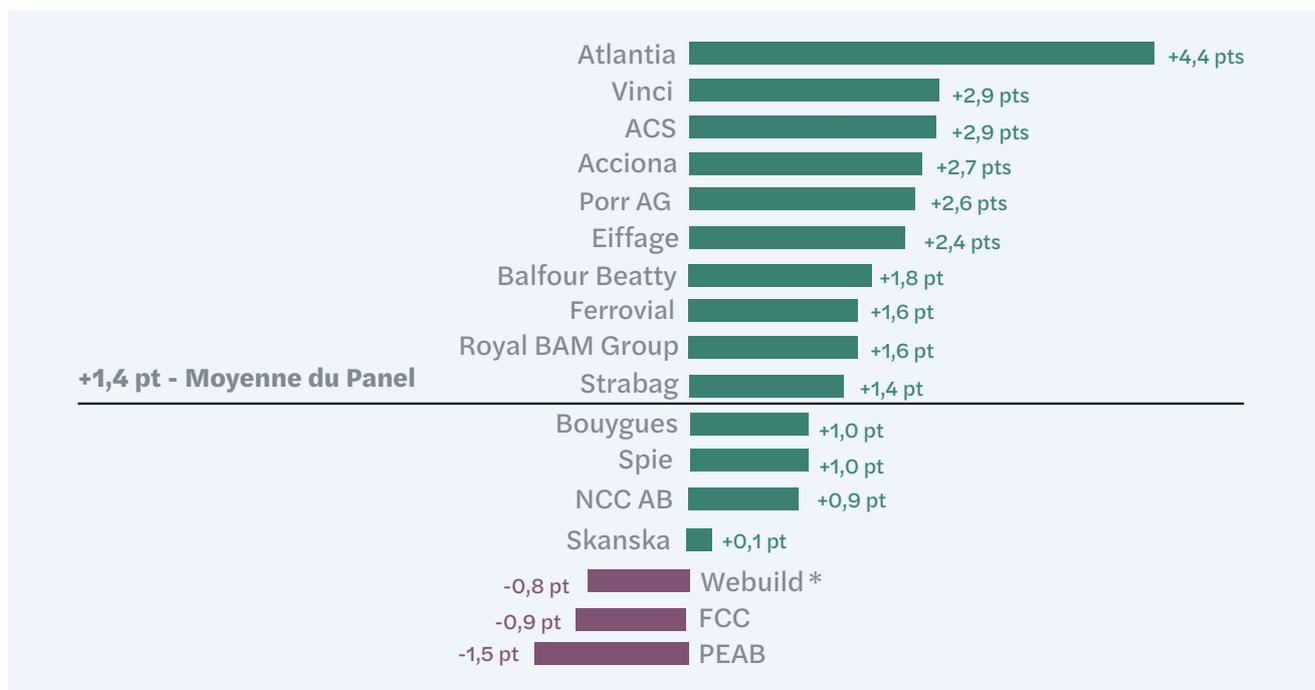
Le retrait de l'activité **Skanska** (-10,3% vs. 2020) est à rapprocher d'un report de certains projets et investissements publics, conséquence directe de la crise sanitaire.

Les deux français **Eiffage** et **Vinci** se démarquent également du Panel avec une croissance de leur activité supérieure à 10%. De manière générale, cette croissance s'observe dans l'ensemble de leurs secteurs d'activités et notamment les concessions (+20,7% pour **Vinci** et +14,0% pour **Eiffage**) avec la reprise du trafic autoroutier, mais aussi l'immobilier pour **Vinci** (+35,5%) et les énergies pour **Eiffage** (+16,6%).

Principaux enseignements

Évolutions marquantes du chiffre d'affaires et du taux de marge opérationnelle : une dynamique de reprise post-covid

Évolution du taux de marge opérationnelle entre 2020 et 2021



* Concernant **Webuild**, la variation du taux de marge opérationnelle présentée prend en compte la neutralisation de l'impact ROC 2020 suite à l'acquisition d'Astaldi et notamment la réévaluation à la juste-valeur de l'ensemble des actifs et passifs transférés pour un impact de +0,5 Md€ en 2020.

L'évolution du taux de marge opérationnelle entre 2020 et 2021 est également à la hausse pour l'ensemble du Panel de +1,4 pt en moyenne. 10 majors se situent au-dessus de cette moyenne avec 6 groupes présentant une variation de plus de 2 points, **Atlantia** et 2 français, **Vinci** et **Eiffage**. Pour ces derniers, la hausse est principalement liée aux secteurs des concessions avec une évolution des taux de marge opérationnelle de +10,9 pts et +6,5 pts pour les deux français **Vinci** et **Eiffage** et +4,4 pts pour **Atlantia**. Sur l'ensemble du Panel, le taux de marge opérationnelle des concessions augmente de +6,8 pts de taux de marge opérationnelle par rapport à 2020.

Malgré un positionnement en première place du classement avec +4,4 pts de variation de taux de marge opérationnelle, **Atlantia** observe un résultat opérationnel courant négatif sur 2021 (-0,2 M€) principalement impacté par les Aéroports de la Côte d'Azur (Nice, Cannes Mandelieu et Saint-Tropez).

Vinci, enregistre une forte hausse de son taux de marge opérationnelle, avec une augmentation de +2,9 pts, notamment due au secteur des concessions dont le taux de marge augmente de +10,9 pts. Portée principalement par les activités de

concessions autoroutières, cette performance est également la conséquence de l'atténuation de la perte des concessions aéroportuaires faisant suite à la mise en place de plans d'économies drastiques pour limiter les pertes liées à la crise sanitaire.

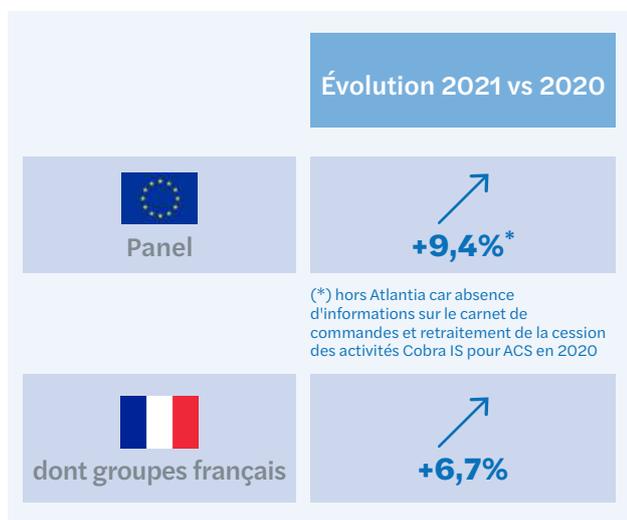
Avec un taux de marge opérationnelle en retrait de 1,5 pt par rapport à 2020, **PEAB** observe la plus forte baisse du Panel. Cette diminution provient principalement de ses activités hors construction et notamment la production de matériaux à usage industriel (minéraux, granulats) avec -0,9 pt de taux de marge opérationnelle ainsi que les activités de développement immobilier du groupe (-9,3 pts).

FCC voit également son taux de marge opérationnelle diminuer légèrement par rapport à 2020 avec -0,9 pt. Cette baisse est portée principalement par la production de matériaux (ciment). Concernant les activités du BTP, des Concessions et des Énergies et Services, **FCC** voit son taux de marge opérationnelle augmenter entre 2020 et 2021 : les activités Énergies et Services, qui représentent 36% du ROC total, augmentent en effet de +1,3 pt leur taux de marge opérationnelle et ont bénéficié d'un effet volume et prix sur les activités de traitement / recyclage des déchets.

Principaux enseignements

Une augmentation significative du carnet de commandes

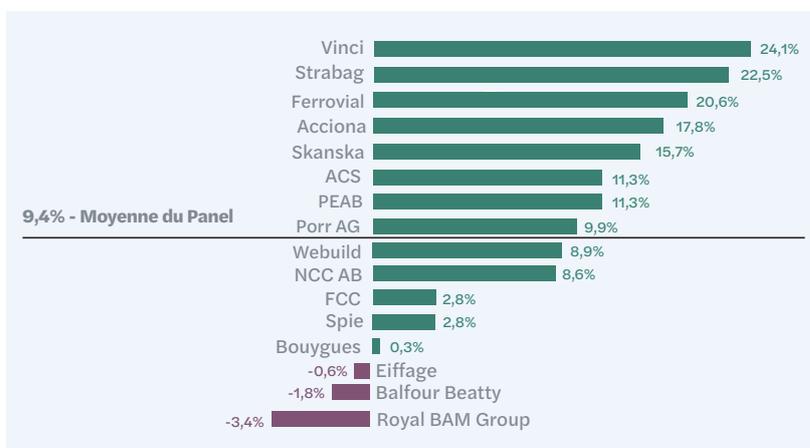
Carnet de commandes



Depuis 2018, et ce malgré l'impact de la crise sanitaire, le carnet de commandes des majors est en constante augmentation. Entre 2020 et 2021, il augmente en moyenne de +9,4% sur le Panel, reflet d'une croissance pérenne sur le secteur avec l'entrée de projets d'envergure pour l'ensemble des majors, comme le projet construction de *Central Business Tower* pour Helaba à Francfort (**Strabag**) ou les projets *Sydney Metro West* en Australie (0,6 Md€) et *Fargo Diversion River* aux États-Unis (0,4 Md€) (**Acciona**). Au contraire de 2020, l'augmentation du carnet n'est pas impactée par les décalages d'activité à mettre en lien avec la crise sanitaire de la Covid-19. Les majors français observent une augmentation de leur carnet de commandes de +6,7%, hausse toutefois moins forte qu'en 2020 où l'augmentation du carnet de commandes ressortait à +9,7%.

Principales évolutions du carnet de commandes

La moyenne des majors français est portée par **Vinci** dont l'évolution se positionne en haut du Panel avec +24,1% (54 Mds € de carnet de commandes en 2021 contre 43,5 Mds€ en 2020). En effet, pour **Vinci**, cette augmentation est principalement expliquée par l'intégration du carnet de Cobra IS (+8,3 Mds € en provenance des activités énergétiques d'**ACS** acquises par **Vinci** fin 2021), ainsi que par le carnet de commandes des activités Energies & Services et BTP, en légère hausse par rapport à 2020.



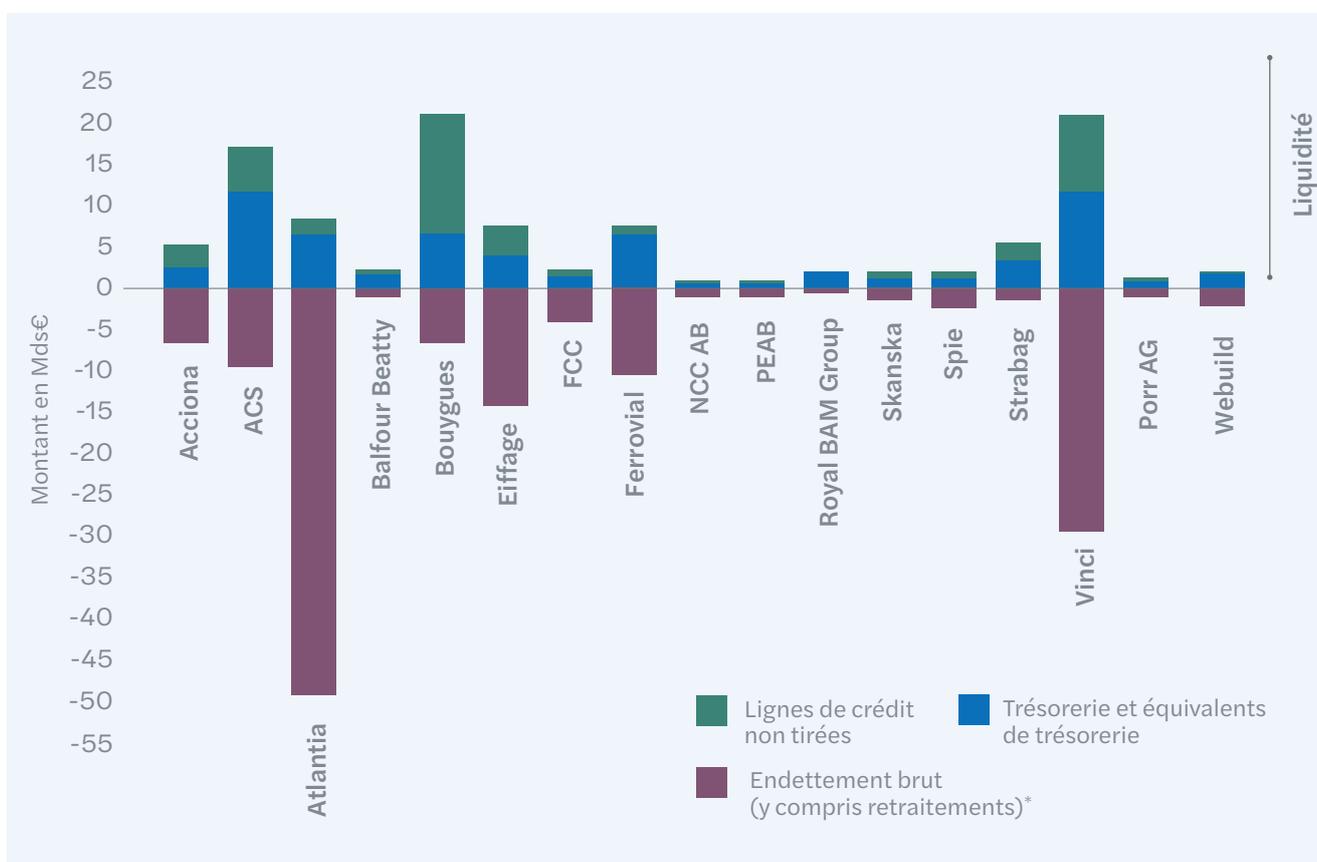
Strabag, major Autrichien, enregistre une augmentation historique de son carnet de commandes, de +22,5%, grâce à l'augmentation de prises de commandes sur ses marchés domestiques, Allemagne et Autriche, mais aussi en Pologne ou Hongrie. Ces prises de commandes concernent différents types de projets dont notamment une installation de construction navale à Kiel (Allemagne) pour ThyssenKrupp Marine Systems ou encore le développement de 12 km de nouvelles sections de routes nationales (S12 et S19) à Chełm en Pologne.

Malgré une hausse moyenne élevée sur l'exercice, certains groupes dont **Royal BAM Group** voient leur carnet de commandes diminuer de -3,4%. Cette diminution est en réalité liée à la cession de l'activité BAM Deutschland sur l'exercice qui a entraîné la neutralisation du carnet de commandes afférant. **Royal BAM Group** souligne spécifiquement les conséquences de l'augmentation des coûts des matières premières pour expliquer un allongement des négociations sur les nouvelles prises de commandes.

Principaux enseignements

Endettement brut, trésorerie⁽¹⁾ et lignes de crédit non tirées

Données chiffrées des groupes à fin 2021 (en Mds€)



(1) Trésorerie et équivalents de trésorerie tels que définis par les normes IFRS

* L'endettement brut a été calculé selon les définitions communiquées par les groupes et est présenté après retraitements à des fins de comparabilité des groupes entre eux. Les principaux retraitements concernent l'exclusion des instruments financiers de 0,7 Md€ pour Vinci et des dettes liées aux pensions (0,6 Md€) et dettes de location financement pour Skanska (0,7 Md€).

Sur les 17 groupes du Panel, 7 présentent un excédent net ou sont à l'équilibre à fin d'année 2021 : **ACS** (2,0 Mds€), **Strabag** (1,9 Md€), **Royal BAM Group** (1,2 Md€), **Skanska** (1,2 Md€), **Balfour Beatty** (0,7 Md€), **Webuild** (0,5 Md€) et **Porr AG** (0,1 Md€). En moyenne, le niveau de trésorerie⁽¹⁾ est en augmentation sur l'exercice de +0,8 Md€. Quelques disparités sont cependant relevées : **Bouygues** et **ACS** observent des augmentations records de leur trésorerie⁽¹⁾ avec respectivement +2,3 Mds€ et +3,2 Mds€ alors que le niveau de trésorerie⁽¹⁾ d'**Atlantia** diminue de -2,3 Mds€.

Comme en 2020, ce schéma illustre sans surprise que les groupes les plus endettés sont ceux ayant des activités de concessions. A l'exception de **Balfour Beatty** et **FCC** qui voient leur niveau de

trésorerie⁽¹⁾ augmenter, l'ensemble des autres majors des concessions tels que **Ferrovial**, **Eiffage**, **Vinci** et **Atlantia** voient leur endettement net augmenter (**Ferrovial** +1,9 Md€ vs. 2020 ; **Atlantia** +1,4 Md€ vs. 2020 ; **Vinci** +1,3 Md€ vs. 2020 ; et **FCC** + 0,4 Md€ vs. 2020), traduisant la poursuite des investissements.

Remarque : Les données sont à analyser avec prudence car certains paramètres ne sont pas appréhendés, notamment les données présentées ne prennent pas en compte certains paramètres tels que les échéances de remboursement des dettes, la distinction entre les dettes avec ou sans recours ou les éventuelles autorisations de découverts bancaires.



Mouvements stratégiques et diversifications

Acquisitions significatives de l'exercice 2021

L'année 2021 a été marquée par une reprise significative des opérations de cessions et d'acquisitions chez les majors, sur des secteurs et des zones géographiques variés. Plusieurs stratégies de recentrage ont également été observées.

VINCI

acquisition de Cobra IS

- Pays du groupe acquis : Espagne
- Date de l'opération : 31 décembre 2021
- Description : Cobra IS, branche Energie du groupe **ACS**, est reconnue pour la réalisation de projets *Engineering, Procurement and Construction (EPC)* et dispose d'un carnet de commandes de 8,3 Mds€, garantissant ainsi environ 18 mois d'activité moyenne projetée. L'ambition de **Vinci** est d'exploiter les complémentarités d'activités et l'ancrage géographique en Péninsule Ibérique et en Amérique Latine afin de devenir un leader mondial dans l'ingénierie, les travaux et les services liés à l'énergie.
- Condition de l'opération : acquisition pour 4,9 Mds€, entièrement financée par la trésorerie disponible de **Vinci**. Également, finalisation d'un accord de joint-venture pour la création d'une entité détenue à 51% **Vinci** – 49% **ACS**, accordant le droit d'acquérir, à prix de marché, des actifs d'énergie renouvelable de Cobra IS.

FERROVIAL

acquisition de 25% d'IRB Infrastructure Developers

- Pays du groupe acquis : Inde
- Date de l'opération : 29 décembre 2021
- Description : Cintra INR Investments BV, la filiale autoroutière de **Ferrovial**, a conclu en décembre 2021 l'acquisition de 24,86% du capital de la société indienne IRB Infrastructure Developers pour un montant de 369 M€. La société, fondée en 1998, gère 24 projets d'infrastructures. Elle a généré un chiffre d'affaires 2020 de 630 M€ et 310 M€ d'EBITDA.
- Condition de l'opération : émission d'actions préférentielles d'IRB Infrastructure Developers à destination de **Ferrovial**.

Les Energies & Services, un secteur attractif

Au lendemain de la pandémie, les entreprises sont en recherche de nouvelles solutions pour accueillir leurs collaborateurs et leur garantir une haute qualité de vie au travail, tout en optimisant leur performance et leurs sites de production d'une manière durable et en préservant l'environnement. Les stratégies de croissance externe des majors de la construction reflètent cette réalité et leurs ambitions pour répondre aux attentes de leurs clients. Le secteur des Energies et Services observe par ailleurs d'importantes perspectives de croissance dans le cadre des nouveaux enjeux de développement, qu'ils soient durables (énergies renouvelables, performance énergétique) ou technologiques (connectivité) et s'est montré résilient lors de la crise de la COVID-19.

C'est dans cette optique que plusieurs géants français et européens se sont positionnés en 2021 sur le rachat d'activité de leaders, mais également de start-ups innovantes, afin de renforcer leur position dans ce secteur d'activité.

A titre d'exemple, **Vinci** a concrétisé le rachat des activités « Energies et Services » du major **ACS** lui permettant d'accéder à de nouveaux marchés en Amérique Latine et en Espagne mais aussi de diversifier ses activités notamment dans les énergies renouvelables. De la même manière, **Bouygues** envisage la création d'un sixième métier autour des services multi-techniques, suite à son positionnement sur le rachat des activités de services énergétiques d'Engie, dont l'acquisition définitive est attendue au second semestre 2022.

BOUYGUES

acquisition des activités de services énergétiques d'Engie

- Pays du groupe acquis : France
- Date de l'opération (envisagée) : Second semestre 2022
- Description : en 2021, le rachat de l'entité opérationnelle d'Engie a fait l'objet de remises d'offres par des majors (**Bouygues, Eiffage, Spie**), mais également par des fonds d'investissement (Bain Capital, Carlyle, ...). Le 5 novembre 2021, **Bouygues** et Engie ont conclu une promesse d'achat engageant **Bouygues** à acquérir la totalité du périmètre Equans, le valorisant à 7,1 Mds€ (soit 6,7 Mds€ hors dette IFRS 16). Le 12 mai 2022, Bouygues et Engie ont signé le contrat d'acquisition d'Equans (SPA).
- Condition de l'opération : à date, la réalisation de l'opération reste soumise à l'obtention de l'ensemble des autorisations réglementaires au titre du droit de la concurrence et des investissements étrangers. D'un point de vue organisationnel, cette acquisition qui marquera la création d'un sixième métier dans le groupe, autour des services multi-techniques.

ATLANTIA

acquisition de Yunex Traffic

- Description : en janvier 2022, à l'issue d'un appel d'offres, **Atlantia** et Siemens ont conclu un accord en vue de la cession de Yunex Traffic par Siemens. Basé à Munich, le groupe est spécialisé dans le secteur des transports et des mobilités intelligentes.
- Condition de l'opération : l'opération valorise l'entreprise à un montant de 1,0 Md€ et sera entièrement financée par la trésorerie disponible d'**Atlantia**. Elle devrait être conclue sur le second semestre 2022, sous condition de réception des autorisations d'*Antitrust* et de la FDI (*Foreign Direct Investment*).

ATLANTIA

cession d'Autostrade per l'Italia (ASPI)

- Pays du groupe concerné par l'opération : Italie
- Date de l'opération : mai 2022 (retraité en IFRS 5 dans les comptes 2021)
- Description : cession des 88,06% de parts détenues par **Atlantia** sur la filiale d'activité autoroutière *Autostrade per l'Italia (ASPI)*, premier réseau d'autoroutes payant de la péninsule. Cette cession s'élève à un montant de 8,2 Mds€. L'acquisition a été effectuée par un consortium composé de la caisse des dépôts italienne : CDP Equity (51%), du fonds d'investissement Blackstone Infrastructure Partners (24,5%) et de Macquarie Asset Management (24,5%).
- L'ASPI emploie plus de 8 000 collaborateurs en 2021 et a réalisé un chiffre d'affaires global de 4,8 Mds€ sur l'exercice.

ATLANTIA

OPA sur la totalité du groupe par la famille Benetton

- Description : en avril 2022, la famille Benetton, actionnaire à 33,1% d'**Atlantia**, lance une OPA sur la totalité du groupe. L'offre est portée par la famille Benetton et le fonds d'investissements américain Blackstone. Elle valorise Atlantia à 19 Mds€. La gouvernance proposée serait paritaire (65% par la famille et 35% par le fonds d'investissement). CRT et GIC sont deux actionnaires actuels qui détiennent respectivement 4,5% et 8,29% du capital et seront probablement présents dans la future structure du capital. Le groupe espagnol **ACS** étudiait également l'émission d'une offre éventuelle d'achat.

SPIE

acquisition de Workspere

- Le 27 janvier 2022, **Spie** a réalisé l'acquisition de Workspere, groupe néerlandais spécialisé dans le facility management technique, utilisant des méthodes et une expertise reposant sur la collecte et l'analyse de données afin de rendre les bâtiments plus respectueux de l'environnement. Workspere a généré en 2021 un chiffre d'affaires de 0,4 Mds€ et emploie 1 900 collaborateurs. La transaction a été financée par les ressources financières existantes du groupe.

Zoom sur la première application de la taxonomie

Adopté en juin 2020, le règlement « Taxonomie » représente une pièce maîtresse du plan européen pour financer une croissance durable. Son objectif est double : inciter les acteurs économiques à identifier leur positionnement par rapport à la trajectoire de transition durable de l'UE et, ce faisant, permettre aux acteurs financiers de prioriser l'allocation de financements aux projets et actifs reconnus comme étant les plus contributifs à cette trajectoire.

Comme évoqué dans notre précédente étude « [Les enjeux de la taxonomie verte pour les acteurs du BTP](#) », publiée en février 2022, l'application de la taxonomie est entrée en vigueur le 1^{er} janvier 2022 sur la base des communications financières de l'exercice 2021. Pour rappel, la taxonomie a pour but de définir le positionnement de l'activité des majors selon les six objectifs environnementaux suivants :



La définition de ce positionnement se fait en 4 étapes :

Etape 1 : Identification des activités éligibles	Liste limitée aux deux premiers objectifs environnementaux Activité éligible
Etape 2 : Application des critères techniques (seuils de performance environnementale)	Pour chaque activité éligible, il faut vérifier les « critères techniques » permettant d'assurer que l'activité apporte une contribution significative à un objectif environnemental
Etape 3 : Vérification de l'absence de préjudices aux autres objectifs environnementaux (<i>Do No Significant Harm</i>)	Les critères dits de « DNSH » sont eux aussi listés pour chaque objectif environnemental
Etape 4 : Vérification du respect des garanties sociales minimum	L'activité est exercée dans le respect des principes directeurs de l'OCDE, l'ONU et l'OIT relatifs aux droits de l'homme Activité alignée / durable

1 Au 31 décembre 2021, la communication des majors du Panel se concentre, comme prévu par le règlement, sur les deux premiers objectifs de la taxonomie : atténuation du changement climatique et adaptation au changement climatique sur la base de l'éligibilité uniquement. La publication d'informations sur l'ensemble des objectifs prévus par la taxonomie devrait entrer en vigueur au 1^{er} janvier 2024 sur la base des comptes 2023.

2 Au 31 décembre 2022, les émetteurs devront publier des informations au titre de l'alignement pour les deux premiers objectifs environnementaux.

Zoom sur la première application de la taxonomie

Les majors européens se sont ainsi prêtés pour la première fois à l'exercice de publication des informations relatives à la taxonomie verte dans leur information financière. Parmi les majors français, seul **Spie** avait communiqué ses indicateurs liés à la taxonomie sur l'exercice 2020, malgré le caractère facultatif de la communication cette année-là.

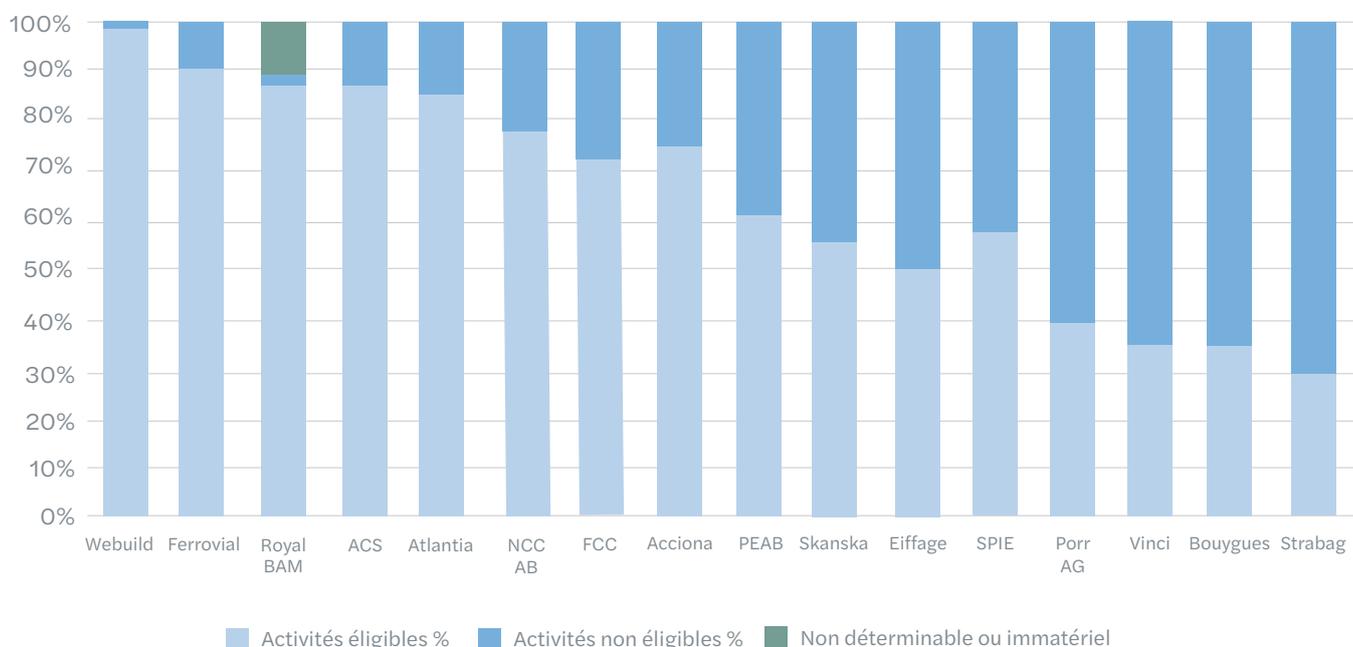
Dans ce cadre, chaque major a publié un ratio d'activités éligibles et non éligibles à la taxonomie verte sur les indicateurs clés que constituent le chiffre d'affaires ainsi que les CAPEX (*dépenses d'investissements*) et les OPEX (*dépenses opérationnelles*) liés à des actifs ou à des processus associés à des activités économiques pouvant être considérées comme durables.

De manière générale, tous les majors respectent les directives sur la méthode de calcul des indicateurs et le champ des données financières qu'ils couvrent :

- les CAPEX couvrent ainsi les acquisitions d'immobilisations corporelles et incorporelles classifiées selon les types d'investissements (définis selon les activités éligibles et non éligibles) ;
- les OPEX comprennent notamment les frais de recherche et développement, les coûts de maintenance, réparation, rénovation et les frais de loyers liés aux contrats courts-termes.

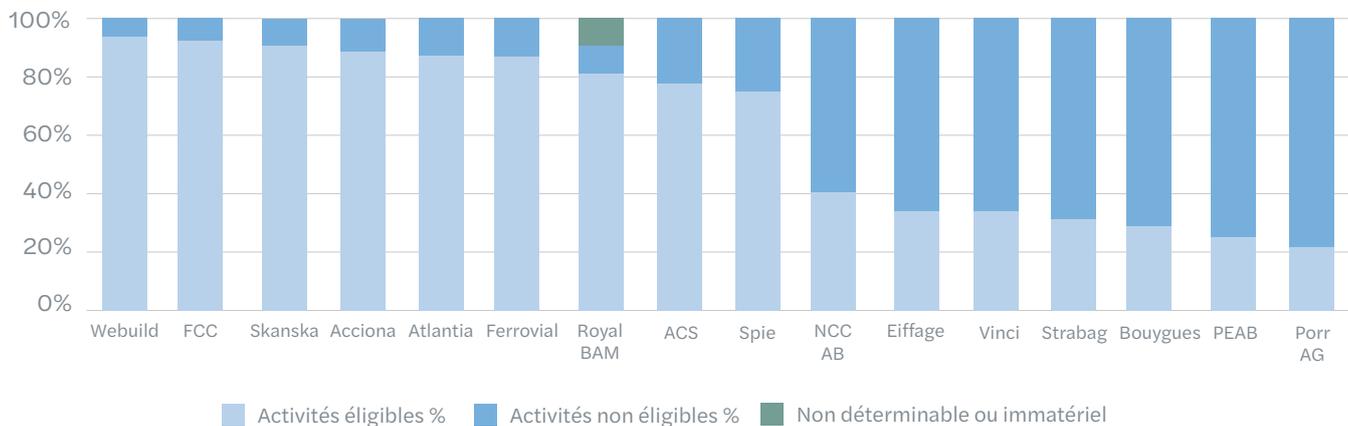
A partir de ces communications, ces ratios d'activités ont été comparés entre les majors du Panel pour chacun de ces 3 indicateurs.

CHIFFRE D'AFFAIRES

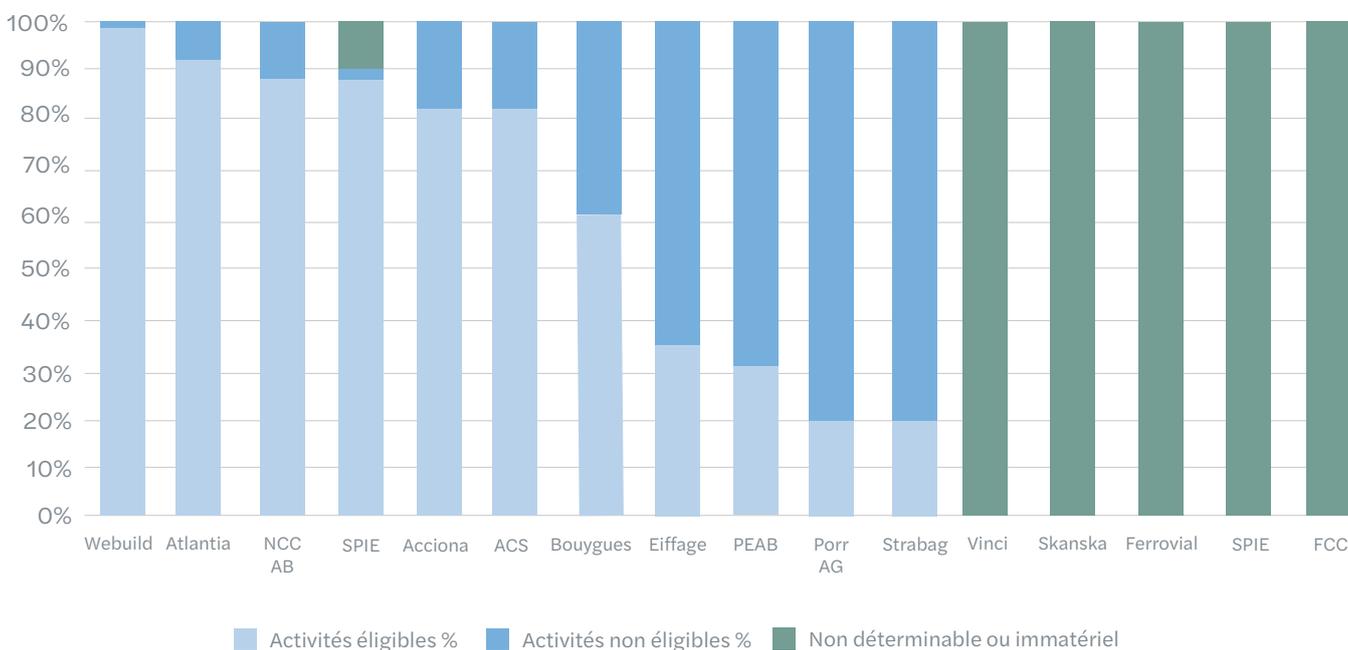


Zoom sur la première application de la taxonomie

CAPEX



OPEX



Zoom sur la première application de la taxonomie

Le premier constat effectué est la disparité d'informations présentées pour l'ensemble du Panel :

- certains groupes comme **Atlantia, ACS, Ferrovial, Royal BAM** et **Webuild** font ressortir ainsi que plus de 80% de leur activité est réalisée dans des activités éligibles ;
- à l'inverse, pour les majors français, la part des activités éligibles en termes de chiffre d'affaires ne dépasse pas le ratio de 50% (**Eiffage**), **Spie** se situant lui à environ 42% d'activité éligibles et **Bouygues** et **Vinci** faisant état de parts similaires respectives de 35% et 36% ;
- concernant les OPEX, 5 groupes considèrent cet indicateur comme non matériel au regard de leur activité alors que d'autres groupes comme **Webuild** considèrent que 99% des OPEX sont effectuées dans des activités éligibles.

Cette disparité prend sa source dans la diversité des activités des majors mais également dans la définition même d'activités éligibles ou non éligibles. Le règlement de l'UE définit ainsi une liste des activités éligibles et non éligibles sur laquelle les majors se sont appuyés pour effectuer leur analyse. Néanmoins, les majors ne publient pas tous un détail des activités qu'ils considèrent comme éligibles ou non éligibles : le règlement pouvant être sujet à interprétation ou à arbitrage. Par exemple, pour ce qui est d'**Eiffage**, le groupe communique sur le parti pris de considérer les activités de « Démolition / Déconstruction » comme activités non éligibles dans la mesure où elles rentreront sous l'objectif n°4 « Economie circulaire » qui devrait faire l'objet d'un reporting en 2024 sur la base des informations 2023.

A noter que **SPIE** communique dès à présent sur un chiffre d'affaires aligné et est également le seul acteur à utiliser le template de reporting de l'UE pour présenter ces indicateurs. Pour rappel, **SPIE** avait déjà anticipé le règlement en 2020 en étant le seul acteur à présenter un chiffre d'affaires éligible.

Ces informations faisant l'objet d'une publication pour la première fois, la plupart des majors et notamment les français insistent également sur la qualité et le mode de collecte de l'information présentée. Cette information a été collectée sur la base des systèmes d'information existants ainsi que sur des hypothèses développées avec

les opérationnels pour être au plus proche de la réalité des activités. **Eiffage** se fonde par exemple sur son ERP (couvrant 73% des entités groupe) pour effectuer ce mapping. L'estimation des 27% restants étant couvertes grâce à l'utilisation des codes activité NACE ou suite aux déclarations des entreprises elles-mêmes. Pour **Vinci**, une première évaluation des activités éligibles a été effectuée sur la base d'une analyse détaillée au 30 septembre 2021 et a ensuite été projetée sur le dernier trimestre restant.

Afin de compléter l'information collectée par les systèmes d'information, les français communiquent également sur la mobilisation des opérationnels pour émettre les principales hypothèses non couvertes par ces logiciels comme par exemple la performance énergétique des infrastructures. **Vinci** indique par ailleurs la mise en place de tests d'échantillonnage afin de tester les principales hypothèses prises. Par exemple pour l'activité des autoroutes, une estimation des recettes de péage des véhicules zéro émission a été effectuée.

L'ensemble des commentaires effectués ci-dessus sur la communication des majors concernant la taxonomie est néanmoins à analyser en prenant en compte le fait que ce règlement est une première année d'application. La majorité du Panel reconnaît les limites de certaines données publiées en insistant en particulier sur les perspectives et plans d'action menés pour que cette donnée soit de plus en plus facile à collecter et à analyser. Le développement des systèmes d'informations pour recenser les performances extra-financières et permettre de faire un mapping entre activités éligibles et non éligibles jouera un rôle clé.

L'environnement réglementaire autour de ce domaine est également en constante évolution. Pour rappel, après l'application de la taxonomie, les entreprises, à partir de 2024 devront se soumettre à la directive CSRD dont les modalités d'application sont toujours en cours de discussion / vote au sein de l'Union Européenne. A titre d'exemple, les trois autorités européennes (Commission, Parlement et Conseil) sont parvenues récemment à un compromis (fin juin 2022) sur l'application de la directive CSRD.

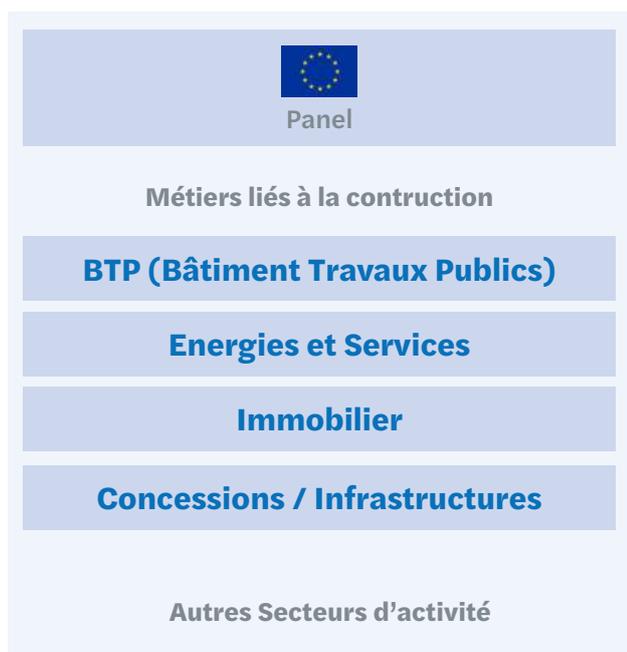
Rentabilité des majors par secteur en 2021

02



Rentabilité des majors par secteur en 2021

Pour mener des comparaisons sectorielles compte tenu des informations disponibles, l'activité des majors européens de notre Panel est ventilée selon 4 secteurs d'activité, tous liés aux métiers de la construction :



Tous les groupes ne distinguent pas nécessairement l'ensemble de ces activités dans leur communication financière. À titre d'exemple, la plupart des groupes intègre la Route dans les activités de BTP. Pour ce qui est de **Vinci**, un changement de présentation a été effectué en 2021. Désormais, **Vinci** communique sur une activité globale de construction incluant la route (Eurovia). Pour des raisons de comparaison, nous avons donc intégré également les activités route de **Bouygues** (Colas) au sein de l'indicateur du secteur BTP.

La répartition par activité du chiffre d'affaires et de la marge opérationnelle des groupes du Panel selon les différents secteurs définis ci-dessus est précisée en annexe.

Par ailleurs, les marges opérationnelles élevées des activités de concession s'analysent au regard de la spécificité de ce modèle. En effet, les actifs sont restitués au concédant en fin de concession et la marge opérationnelle dégagée doit permettre de rémunérer et rembourser la dette ainsi que les actionnaires sur une durée finie.

Rentabilité des majors par secteur en 2021

Notre étude est fondée sur les documents d'enregistrement universel et les autres communications des groupes du Panel.

Performance des majors par secteur en 2021 vs. 2020

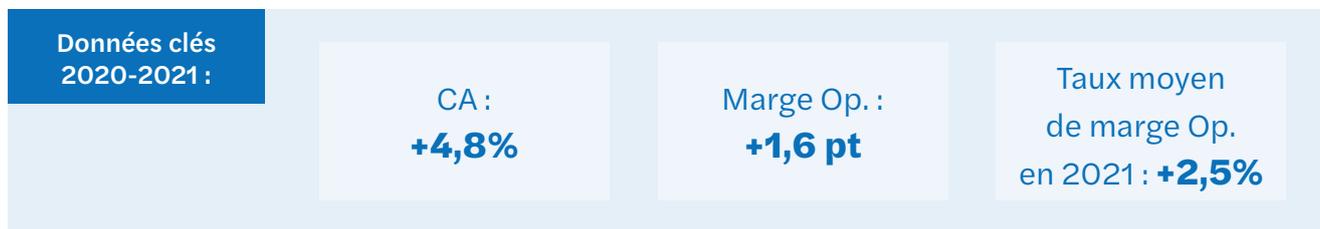
Poids dans l'activité*	Évolution de l'activité	Évolution du taux de marge opérationnelle	Marge Opérationnelle en 2021
BTP (Bâtiment Travaux Publics y compris Route) 63%	 +4,8%	 +1,6 pt	2,5%
Energies et Services 18%	 +12,9%	 +2,1 pts	9,0%
Immobilier 3%	 +26,2%	 +0,0 pt	9,3%
Concessions / Infrastructures 9%	 +5,1%	 +6,8 pts	24,7%

(*) : Poids des secteurs dans l'activité totale du Panel. En 2021, les autres secteurs d'activité hors métiers de la construction représentent 7% de l'activité du Panel.

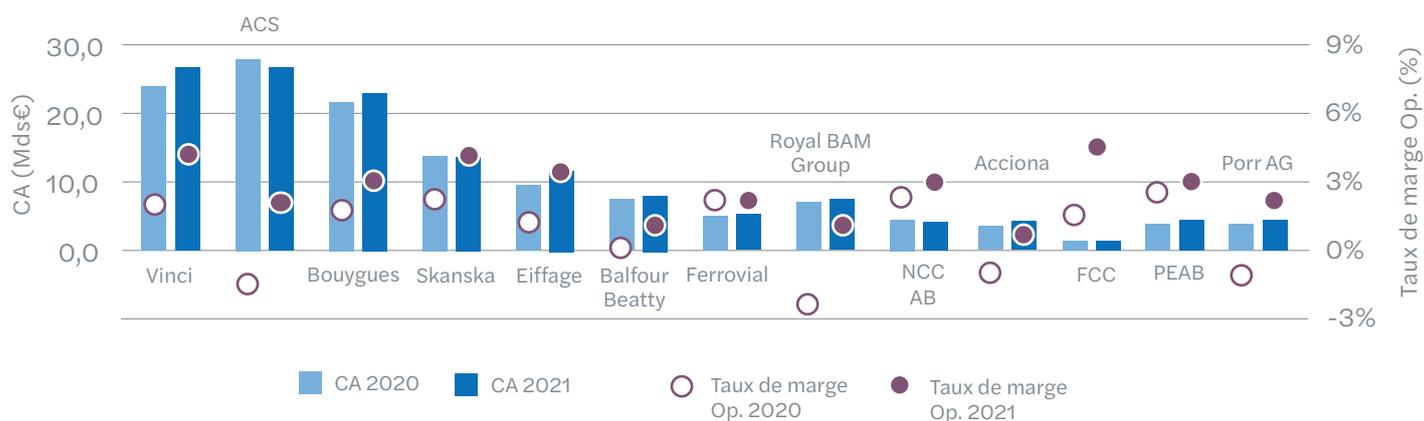
Cette section de l'étude n'inclut pas l'analyse des groupes **Strabag** et **WeBuild**, dont l'information sectorielle ne permet pas un découpage selon ces 4 axes clés.

Rentabilité des majors par secteur en 2021

BTP

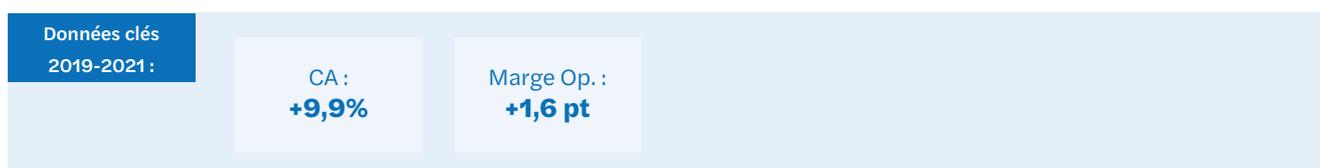


Le secteur BTP comprend les activités de conception et de construction de bâtiments privés, publics ou industriels, ainsi que l'activité de travaux publics y compris la route.

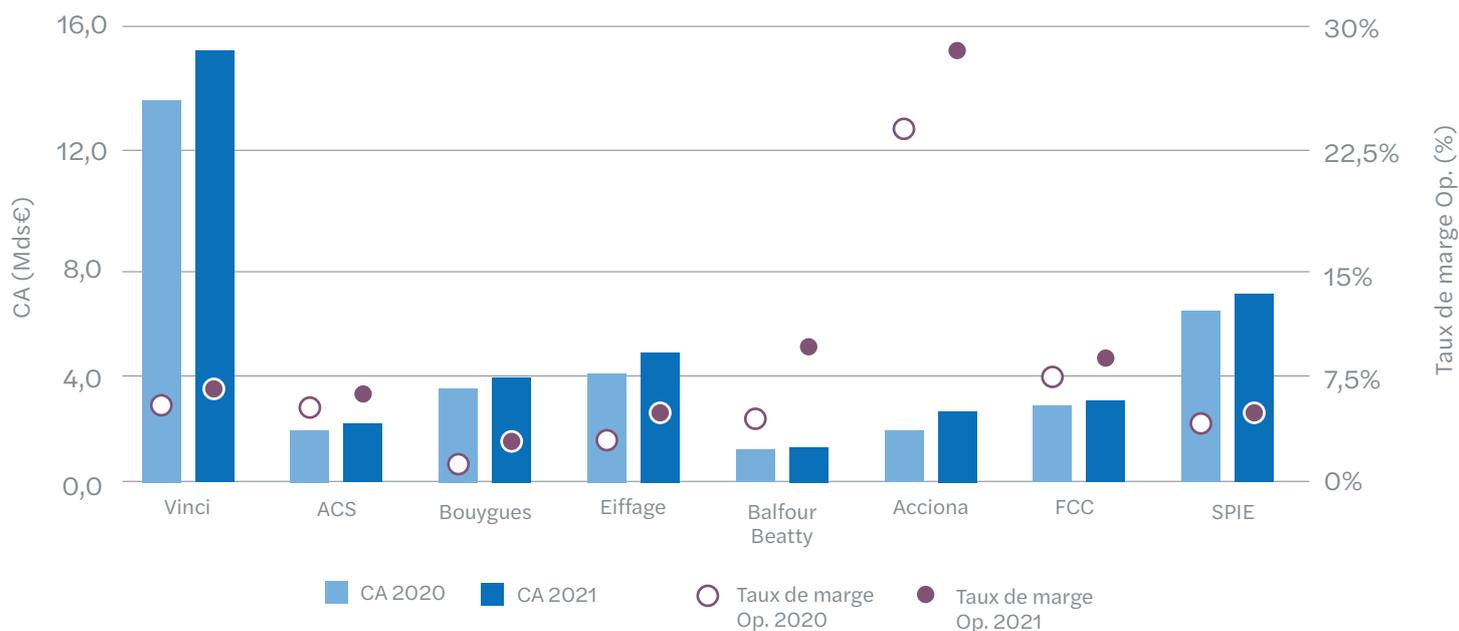


Rentabilité des majors par secteur en 2021

Energies et Services



Ce secteur comprend les activités relatives à l'énergie, aux réseaux, aux services à la construction et à l'industrie, l'environnement et l'eau.

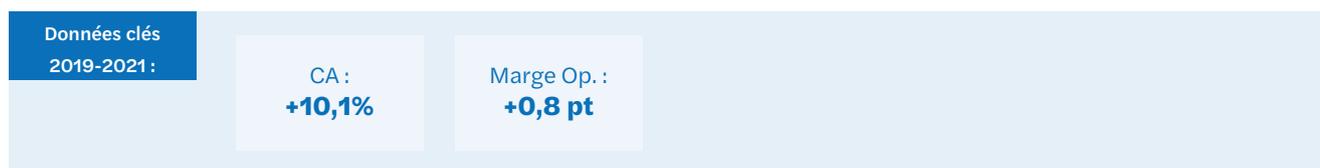


Rappelons que le taux de marge élevé d'Acciona par rapport à ses concurrents est à rapprocher de la part importante de l'activité de production d'énergie renouvelable classée dans ce secteur.

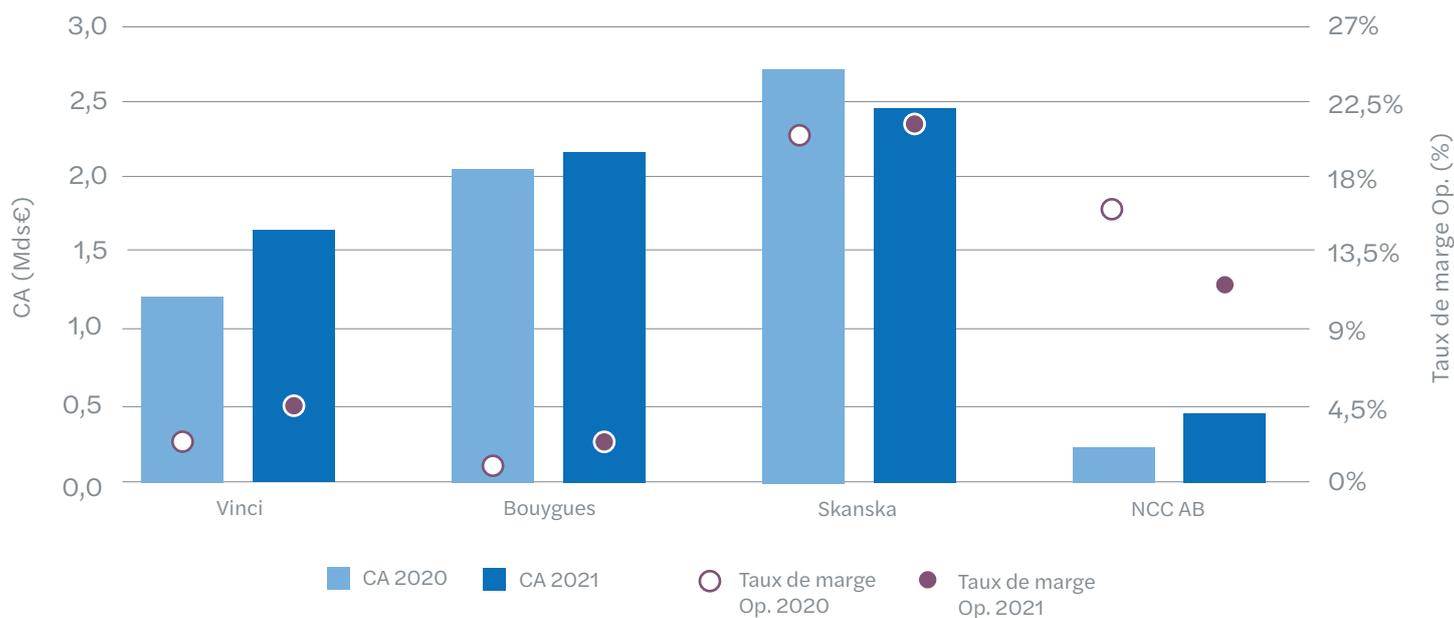


Rentabilité des majors par secteur en 2021

Immobilier

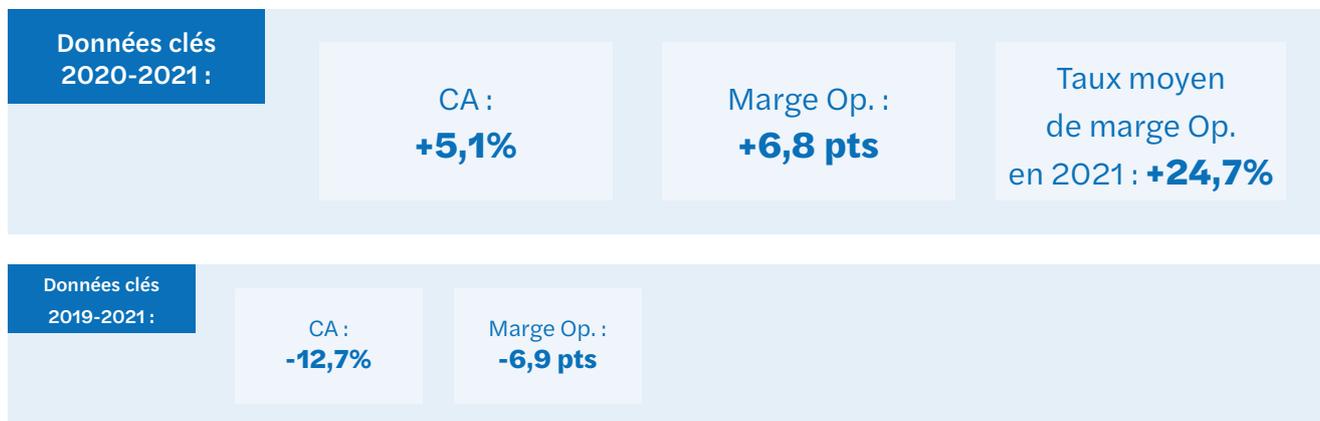


Cette activité comprend principalement les activités de promotion immobilière.

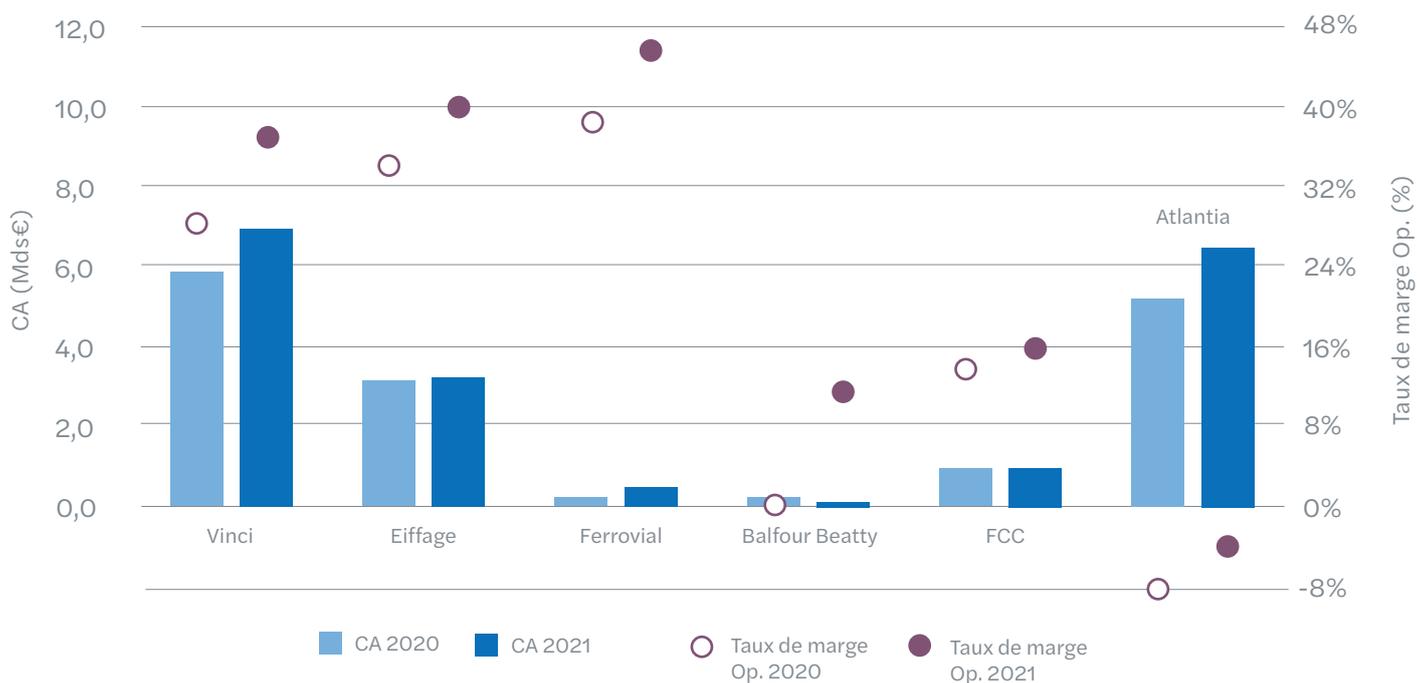


Rentabilité des majors par secteur en 2021

Concessions / Infrastructures



Ce secteur comprend les activités de concessions et de PPP (partenariat public privé) pour l'exploitation d'infrastructures.



Conclusion

Après une année 2021 ayant renoué avec des niveaux d'activité d'avant crise et un carnet de commandes en constante augmentation, les majors font face à un environnement incertain en 2022 : au niveau sanitaire et géopolitique notamment avec des impacts importants attendus du fait de l'inflation et des pénuries. Malgré ce contexte de confirmation de la hausse des coûts de matières premières et de poursuite des difficultés d'approvisionnement, la plupart des groupes reste confiant et confirme les perspectives annoncées pour 2022. Ces perspectives sont notamment portées par une dynamique commerciale positive, un carnet

de commandes à des niveaux records et des acquisitions stratégiques, notamment dans le secteur de l'Énergie.

Les groupes confirment également leur ambition environnementale, notamment dans cette année de 1^{ère} application du règlement de la taxonomie verte, en plaçant ces enjeux au cœur de leur communication. Malgré des niveaux de communication hétérogènes et des informations encore difficilement comparables, le règlement européen de la taxonomie verte a permis de tracer la voie vers un langage universel, à affiner et à suivre dans le temps.



Annexe Tableau récapitulatif des données du Panel

Intercompagnies et divers retraitements

Données en Mds €

SECTEURS MAZARS

Groupes		BTP Bâtiments Travaux Publics	Energies et Services	Immobilier	Concessions / Infrastructures	Autres Secteurs d'activité		TOTAL
VINCI	Activités	Vinci Construction (incluant Eurovia)	Vinci Energies	Vinci Immobilier	Vinci Autoroutes Vinci Airports Autres Concessions			
	CA	26,3	15,1	1,6	7,0		-0,6	49,4
	Taux de marge*	3,7%	6,5%	4,4%	38,1%		N/A	9,0%
BOUYGUES	Activités	Bouygues Construction: pôle BTP et Colas	Bouygues Construction: pôle Energie et Services	Bouygues Immobilier		TF1 Bouygues Telecom		
	CA	22,1	3,9	2,1		9,7	-0,2	37,6
	Taux de marge	2,9%	2,8%	2,0%		9,4%	N/A	4,5%
ACS	Activités	Construction	Services / Industrial Services					
	CA	26,0	1,9				0,0	27,8
	Taux de marge	1,9%	6,3%				N/A	2,0%
EIFFAGE	Activités	Construction / Infrastructures	Energie Systèmes		Eiffage Concessions			
	CA	11,3	4,8		3,3		-0,2	19,2
	Taux de marge	3,1%	5,0%		40,8%		N/A	10,0%
STRABAG	CA	Informations géographiques						15,3
	Taux de marge	Informations géographiques						5,3%
SKANSKA	Activités	Construction		Commercial Property Dev. Residential Dev.				
	CA	13,1		2,5			-1,4	14,2
	Taux de marge	3,8%		20,2%			N/A	5,5%
BALFOUR BEATTY	Activités	Construction Services	Support Services		Infrastructure Inv.			
	CA	6,9	1,2		0,3		N/A	8,4
	Taux de marge	0,8%	9,7%		10,6%		N/A	1,9%
ACCIONA	Activités	Infrastructures (Construction / Industrial / Concessions / Water / Services)	Energy			Other activities		
	CA	4,9	2,5			1,1	-0,3	8,1
	Taux de marge	0,6%	28,2%			2,5%	N/A	9,4%
ROYAL BAM GROUP	Activités	Construction and Property / Civil Engineering						
	CA	7,4					0,0	7,3
	Taux de marge	1,1%					N/A	1,5%
SPIE	Activités							
	CA		7,0				0,0	7,0
	Taux de marge		5,1%				N/A	5,1%
FERROVIAL	Activités	Construction			Toll Roads			
	CA	6,1			0,6		0,1	6,8
	Taux de marge	2,2%			46,8%		N/A	5,0%
FCC	Activités	Construction	Environmental Services	Real Estate	Water - Aqualia	Cement/Corporate services		
	CA	1,7	3,2	0,1	1,2	0,4	N/A	6,7
	Taux de marge	4,3%	8,8%	38,3%	15,5%	-7,8%	N/A	8,4%
ATLANTIA	Activités							
	CA				6,4		N/A	6,4
	Taux de marge				-3,8%		N/A	-3,8%
WEBUILD	CA	Informations géographiques						6,1
	Taux de marge	Informations géographiques						-0,1%
PEAB	Activités	Construction / Civil Engineering				Industry / Project Development		
	CA	4,1				2,8	-1,0	5,8
	Taux de marge	2,9%				7,7%	N/A	5,0%
NCC AB	Activités	Building / Infrastructure / Industry		Property Development				
	CA	5,2		0,5			-0,4	5,3
	Taux de marge	2,8%		10,5%			N/A	3,4%
Porr AG	Activités	Construction / Civil Engineering						
	CA	4,7					0,5	5,2
	Taux de marge	2,0%					N/A	1,8%

*Le taux de marge par secteur présenté correspond au % de ROPA publié dans le DEU

Contacts

Olivier Thireau, Associé,
Responsable du secteur Immobilier et BTP
olivier.thireau@mazars.fr

Mathieu Delafoy, Associé,
Secteur Immobilier et BTP
mathieu.delafoy@mazars.fr

Clémentine Petard, Associée,
Secteur Immobilier et BTP
clementine.petard@mazars.fr

Julie Lefer, Senior manager,
Secteur Immobilier et BTP
julie.lefer@mazars.fr

Contributeurs

Julien Guiot-Guillain, Alicia Cau, Rita Navalon,
Sola Yazbeck, Léna Wiesinger

Mazars est un groupe international et intégré spécialisé dans l'audit, la fiscalité et le conseil ainsi que dans les services comptables et juridiques*. Présents dans plus de 90 pays et territoires à travers le monde, nous nous appuyons sur l'expertise de plus de 44 000 professionnels – plus de 28 000 au sein de notre partnership intégré et plus de 16 000 via « Mazars North America Alliance » – pour accompagner les clients de toutes tailles à chaque étape de leur développement.

*Dans les pays où les lois en vigueur l'autorisent.

www.mazars.fr

mazars