



30 avril 2024

Cours : 55,20€

Objectif : 72,10€

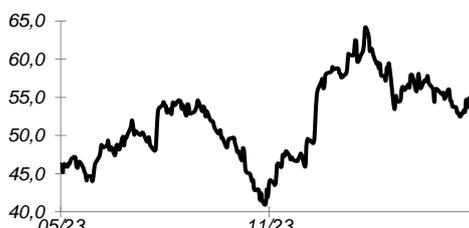
ACHETER (1)

Opinion inchangée

1 : Acheter 2 : Renforcer 3 : Conserver 4 : Alléger 5 : Vendre

Cours au 29/04/2024

Chiffre d'affaires T4 + Réunion



Source : FactSet Research

Marché	Euronext
ISIN / Mnémonique	FR0013357621 / WAVE
Reuters / Bloomberg	WAVE.PA / WAVE FP
Indice	CAC Small

Analyse payée partiellement par l'émetteur
Eligibilité PEA-PME **Oui**

Capitalisation (M€)	1 375,0
Flottant (%)	36,4%
Nbre de Titres (Mio)	24,910
Date de clôture	31-Mar

	22	23e	24e
PER	18,1	21,6	14,8
PCF	14,6	19,0	13,0
VE/CA	1,7	2,0	1,4
VE/ROP	12,5	16,4	11,3
PAN	3,1	2,4	2,1
Rendement	0,8%	0,7%	0,7%
Free Cash Flow Yield	3,3%	3,7%	5,5%
ROACE	21,3%	15,0%	13,8%

	532,3	701,1	974,9
CA	532,3	695,7	974,9
CA précédent	532,3	695,7	974,9
var. n/n-1	13,2%	31,7%	39,1%
EBE	82,8	106,3	139,1
ROC	77,0	97,9	127,4
% CA	14,5%	14,0%	13,1%
ROP	72,7	86,5	124,1
% CA	13,7%	12,3%	12,7%
RN Pdg publié	50,1	61,8	90,4
% CA	9,4%	8,8%	9,3%

	2,51	2,51	3,67
BNPA	2,51	2,50	3,61
BNPA précédent	2,51	2,50	3,61
var. n/n-1	-1,0%	-0,1%	46,2%
BNPA Cor	2,56	2,55	3,74
ANPA	15,0	23,4	26,1
Dividende net	0,38	0,38	0,55

DFN	-27,1	45,0	32,9
-----	-------	------	------

Calendrier :
Résultats FY le 3 Juin

Maxence Dhoury, Analyste Financier

+33 (0)2 40 44 94 12
maxence.dhoury@bnpparibas.com

Une publication qui devrait rassurer

La réaction négative du titre ce matin nous surprend alors que le T4 et les indications pour le nouvel exercice sont légèrement supérieurs aux attentes, ce qui dénote selon nous la capacité de Wavestone à conduire avec succès l'arbitrage croissance/rentabilité.

CA T4 : 248,8M€ +59%, +4% pcc vs PZP 243,4M€ +56%, +3% pcc

Le T4 est légèrement supérieur à nos attentes, tant sur la croissance organique que sur la contribution de Q_PERIOR et d'Aspirant. Le ralentissement de la dynamique, et avec elle la décline du taux d'activité, ont donc finalement été moindre que ce qu'avait annoncé le groupe lors du CA T3 et que ce que l'on pouvait craindre après les signaux négatifs des dernières semaines sur le secteur. Rappelons par ailleurs l'effet calendaire de -1,5pt au T4.

Le groupe ne communique pas encore d'indicateurs opérationnels unifiés sur l'ensemble du périmètre mais les tendances semblent similaires entre Wavestone historique et Q_PERIOR. La croissance faiblit dans un marché difficile mais les recrutements ont été ralentis suffisamment en amont pour que la rentabilité soit préservée. A titre d'illustration, les effectifs n'ont progressé que de 1,5% en organique entre mars 2023 et mars 2024.

Le cabinet confirme donc son objectif de MOC de c.15% sur le périmètre hors Q_PERIOR et Aspirant. Le management a également indiqué que l'intégralité (35M€) du complément de prix de Q_PERIOR sera probablement payé, ce qui souligne que la performance est également au rendez-vous sur cette partie du périmètre.

Également rassurant sur 2024-25

Il est encore tôt dans l'exercice actuel pour se projeter avec précision mais les premières indications nous semblent également positives. 2024-25 sera logiquement une année de croissance faible compte-tenu de la priorité donnée à la rentabilité, mais la « confiance dans une croissance pro-forma >3% » nous semble très convenable dans le contexte actuel.

Cette croissance budgétée à >3% devrait essentiellement être tirée par les volumes. Pour cela, le cabinet pourra compter sur l'exposition de l'ex-Q_PERIOR à des secteurs résilients (assurance, transport, énergie) et à la résistance du backlog de Wavestone historique (4,1 mois, soit +0,1 vs n-1 et pile dans la moyenne des quatre dernières années).

Précisons que le chiffre d'affaires pro-forma 2023-24 est en train d'être affiné mais est estimé à 945-947M€. Notre projection de CA 2024 (975M€), inchangée par prudence à ce stade, doit donc être vue comme une cible minimale. Par ailleurs, le cabinet vise >13% de MOC, ce qui est là-aussi légèrement supérieur à notre scénario (PZP 12,9%, revue à 13,1%).

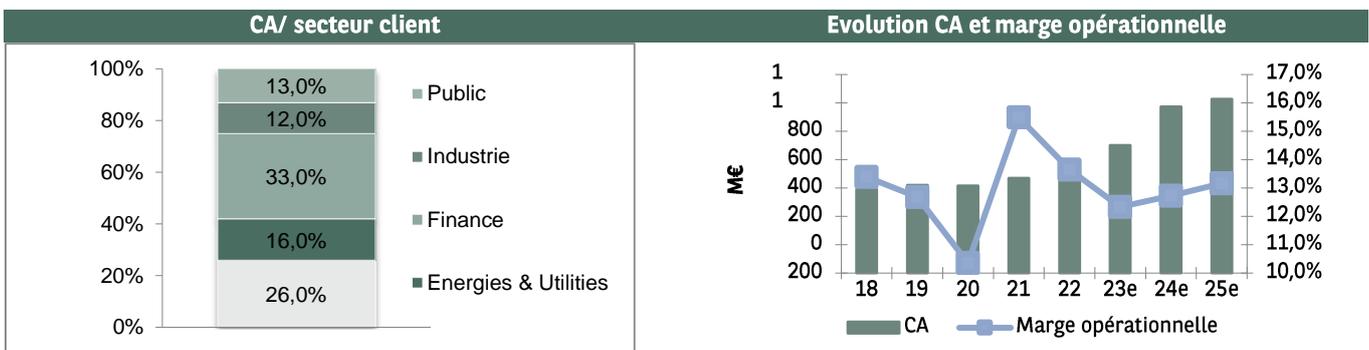
Ce T4 nous conforte dans l'idée que 1/ Wavestone tend à surperformer son marché dans les phases difficiles et 2/ que le cabinet avait bien anticipé le ralentissement en cours, ce qui lui permet de préserver sa rentabilité. Après ajustement scénario et mise à jour taux/peers, notre objectif est quasiment inchangé, de 71,9€ à 72,1€.

WAVESTONE

Exploitation	18	19	20	21	22	23e	24e	25e
CA	391,5	422,0	417,6	470,1	532,3	701,1	974,9	1 029,0
var. n/n-1	8,8%	7,8%	-1,1%	12,6%	13,2%	31,7%	39,1%	5,5%
var. organique	5,0%	1,5%	-1,3%	10,0%	6,7%	8,7%	3,9%	5,5%
EBE	58,7	66,1	63,0	80,8	82,8	106,3	139,1	151,1
ROC	55,2	55,7	53,3	74,8	77,0	97,9	127,4	138,8
var. n/n-1	9,2%	0,8%	-4,4%	40,4%	3,0%	27,0%	30,2%	8,9%
ROP	52,4	53,5	43,3	72,8	72,7	86,5	124,1	135,5
RCAI	50,6	50,1	40,7	71,9	68,6	84,4	121,7	133,5
IS	-19,9	-19,0	-15,3	-20,9	-18,5	-22,5	-31,3	-34,0
RN Pdg publié	30,8	31,1	25,4	51,0	50,1	61,8	90,4	99,5
RN Pdg corrigé	32,2	32,1	26,3	52,1	51,2	62,9	92,3	101,3
var. n/n-1	14,3%	-0,2%	-18,1%	98,0%	-1,8%	23,0%	46,6%	9,9%
Tmva CA 2020 / 2024e	23,6%							
Marge brute (%)	-	-	-	-	-	-	-	-
Marge opérationnelle (%)	13,4%	12,7%	10,4%	15,5%	13,7%	12,3%	12,7%	13,2%
Marge nette (%)	8,2%	7,6%	6,3%	11,1%	9,6%	9,0%	9,5%	9,8%
Taux IS (%)	39,2%	37,8%	37,6%	29,0%	27,0%	26,7%	25,7%	25,5%
Frais de personnel / CA (%)	67,2%	68,7%	74,3%	71,5%	70,1%	-	-	-
CA/effectif (K€)	138	130	126	134	136	-	-	-
var. n/n-1	-0,2%	-5,6%	-3,3%	6,3%	1,8%	-	-	-
Effectif moyen	2 840	3 242	3 316	3 512	3 907	-	-	-
var. n/n-1	9,0%	14,2%	2,3%	5,9%	11,2%	-	-	-

Bilan	18	19	20	21	22	23e	24e	25e
Fonds propres Pdg	150,8	177,1	206,1	257,0	299,1	577,7	643,7	723,6
Dettes financières nettes	38,7	29,1	-31,8	-60,3	-27,1	45,0	32,9	-46,1
Autres	10,8	45,8	39,5	27,2	22,1	22,1	22,1	22,1
Capitaux investis	200,3	252,1	213,7	223,9	294,0	644,8	698,7	699,6
immobilisations nettes	177,4	232,8	212,6	214,9	272,8	613,0	649,5	647,0
dont écarts d'acquisition	140,6	166,5	162,0	178,5	235,4	233,9	231,4	228,9
dont financières	9,6	13,5	14,9	10,7	12,8	12,8	12,8	12,8
BFR	32,5	32,8	15,9	19,7	34,1	44,6	62,0	65,5
Actif économique	200,3	252,1	213,7	223,9	294,0	644,8	698,7	699,6
Gearing (%)	25,7%	16,4%	-15,5%	-23,5%	-9,1%	7,8%	5,1%	-6,4%
BFR/CA (%)	8,3%	7,8%	3,8%	4,2%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%
Dettes financières nettes/EBE (x)	0,7	0,4	ns	ns	ns	0,4	0,2	ns
ROE (%)	20,4%	17,6%	12,3%	19,9%	16,7%	10,7%	14,0%	13,7%
ROACE (%) après IS normé	17,1%	14,9%	13,9%	23,8%	21,3%	15,0%	13,8%	14,5%

Financement	18	19	20	21	22	23e	24e	25e
Cash Flow	41,8	47,8	50,3	56,9	63,3	71,7	104,6	114,3
Variation BFR	-10,4	5,9	19,1	-1,7	-24,1	-10,5	-17,4	-3,4
Investissements industriels	-1,4	-10,1	-8,9	-8,3	-9,0	-10,5	-12,7	-12,3
% du CA	0,4%	2,4%	2,1%	1,8%	1,7%	1,5%	1,3%	1,2%
Cash Flow Libre	29,9	43,6	60,5	46,9	30,2	50,7	74,5	98,5
Cessions d'actifs	0,1	0,1	0,0	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	-21,9	-26,6	-0,1	-12,2	-49,2	-339,6	-38,0	0,0
Dividendes	-4,1	-4,6	0,0	-4,6	-7,6	-7,6	-9,3	-13,6
Augmentation de capital	-8,1	-3,5	0,1	-2,4	-6,4	224,4	-15,1	-6,0
Autres	0,0	0,6	0,5	0,6	-0,4	0,0	0,0	0,0
Variation dettes financières nettes	4,1	-9,6	-61,0	-28,5	33,2	72,1	-12,1	-79,0
Dettes financières nettes	38,7	29,1	-31,8	-60,3	-27,1	45,0	32,9	-46,1



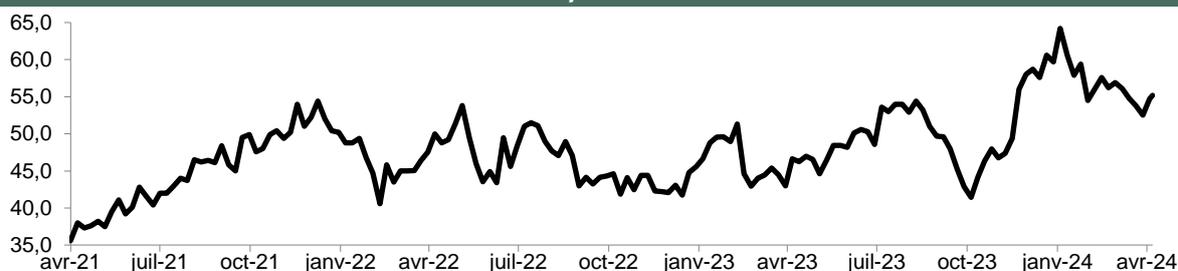
WAVESTONE

Données par action	18	19	20	21	22	23e	24e	25e
BNPA	1,53	1,55	1,26	2,53	2,51	2,51	3,67	4,03
var. n/n-1	14,3%	-0,2%	-18,1%	98,0%	-0,9%	-0,5%	46,6%	9,9%
CFPA	2,1	2,4	2,5	2,8	3,2	2,9	4,2	4,6
ANPA	7,5	8,8	10,2	12,8	15,0	23,4	26,1	29,3
Dividende net (versé en n+1)	0,23	0,00	0,23	0,38	0,38	0,38	0,55	0,00
Payout (%)	14,2%	0,0%	17,5%	14,6%	14,8%	14,7%	14,7%	0,0%
Tmva BNPA 2020 / 2024e	30,1%							
Tmva CFPA 2020 / 2024e	14,2%							

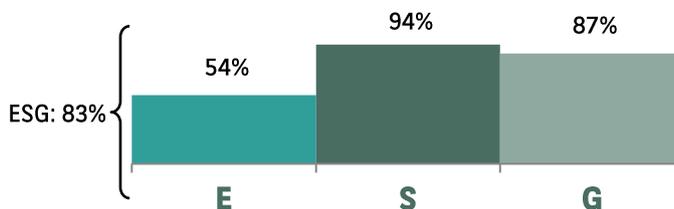
Valorisation	18	19	20	21	22	23e	24e	25e
PER (x)	21,3	15,7	19,1	17,3	18,1	21,6	14,8	13,4
PCF (x)	16,4	10,5	10,0	15,9	14,6	19,0	13,0	11,9
PAN (x)	4,5	2,8	2,4	3,5	3,1	2,4	2,1	1,9
VE/CA (x)	1,9	1,3	1,1	1,8	1,7	2,0	1,4	1,3
VE/EBE (x)	12,4	8,1	7,5	10,5	11,0	13,4	10,1	8,8
VE/ROP (x)	13,8	10,0	10,9	11,6	12,5	16,4	11,3	9,8
Free Cash Flow Yield (%)	4,4%	8,7%	12,0%	5,2%	3,3%	3,7%	5,5%	7,2%
Rendement (%)	0,6%	0,9%	0,0%	0,5%	0,8%	0,7%	0,7%	1,0%
Capitalisation (M€)	686,9	504,8	503,8	905,1	935,9	1 375,0	1 375,0	1 375,0
Valeur d'Entreprise (VE)	725,6	534,0	472,0	844,8	908,8	1 420,0	1 407,9	1 328,9
Cours de référence (€)	34,0	25,0	24,9	44,8	46,3	55,2	55,2	55,2
Nb de titres (Mio)	20,196	20,196	20,196	20,196	20,196	24,910	24,910	24,910
Nb de titres corrigé (Mio)	20,137	20,137	20,137	20,137	19,952	24,665	24,665	24,665
% de la dilution	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Date d'introduction	14/03/2001							
Cours d'introduction ajusté	2,6 €							

Données intermédiaires	18	19	20	21	22	23	25
CA T1	95,9	98,3	94,4	115,2	122,0	143,3	-
CA T2	86,7	96,2	92,4	102,6	115,1	133,4	-
CA S1	182,6	194,5	186,8	217,8	237,1	276,7	-
ROP S1	18,5	18,6	13,5	30,1	25,7	33,2	-
RN pdg corrigé S1	11,4	9,7	7,4	21,2	18,4	23,5	-
Marge opérationnelle S1	10,1%	9,6%	7,2%	13,8%	10,8%	12,0%	-
Marge nette S1	6,2%	5,0%	3,9%	9,7%	7,8%	8,5%	-
CA T3	102,2	112,7	111,8	122,3	139,1	175,6	-
CA T4	106,8	114,9	119,0	129,9	156,0	248,8	-
CA S2	209,0	227,6	230,8	252,2	295,2	424,4	-
ROP S2	34,0	34,9	29,7	42,7	47,0	-	-
RN pdg corrigé S2	20,8	22,4	18,9	30,9	32,7	-	-
Marge opérationnelle S2	16,2%	15,3%	12,9%	16,9%	15,9%	-	-
Marge nette S2	9,9%	9,8%	8,2%	12,2%	11,1%	-	-
<i>Taux de croissance (n/n-1)</i>							
CA T1	12,3%	2,5%	-4,0%	22,0%	5,9%	17,5%	-
CA T2	6,8%	11,0%	-4,0%	11,0%	12,2%	15,9%	-
CA T3	7,6%	10,3%	-0,8%	9,4%	13,7%	26,2%	-
CA T4	8,5%	7,6%	3,6%	9,2%	20,1%	59,5%	-
CA S1	9,6%	6,5%	-3,9%	16,6%	8,8%	16,7%	-
CA S2	8,1%	8,9%	1,4%	9,3%	17,0%	43,8%	-
ROP S1	21,6%	0,9%	-27,5%	+ / + +	-14,8%	29,4%	-
ROP S2	7,6%	2,7%	-14,7%	43,5%	10,2%	-	-

Historique de cours



Taxonomie	CA	Opex	Capex
Eligible	0%	0%	46%
Aligné	0%	0%	28%



WAVESTONE

Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2021	2022	2023	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	1,8	1,2	0,6	
Objectifs CO2 validés SBTi	Non	Non	Oui	Trajectoire carbone approuvé par SBTi en 2022-23, objectifs à horizon 2026 et 2050
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	Non	Non	Non	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	Oui	Oui	Oui	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	Non	Non	Non	
Certification 14001	Non	Non	Non	
SOCIAL	2021	2022	2023	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	41%	41%	43%	
Index égalité salariale femmes / hommes	87	87	82	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	Oui	Oui	Oui	
Part des personnes en situation de handicap	0,8%	0,9%	1,1%	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	62%	69%	72%	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	11%	18%	16%	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	Oui	Oui	Oui	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	Oui	Oui	Oui	
Encouragement de l'actionnariat salarié	Oui	Oui	Oui	FCPE + abondement
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	1 644	1 645	1 575	
Taux d'absentéisme	2,3%	2,3%	1,8%	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	0	1	0	
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2021	2022	2023	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middlednext	Oui	Oui	Oui	Middlednext
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	Oui	Oui	Oui	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	7	9	12	
<i>dont indépendants</i>	4	6	5	
<i>dont femmes</i>	2	4	5	
Administrateur représentant les salariés au CA	Oui	Oui	Oui	
Assiduité des membres du CA	98%	97%	98%	
Comité d'audit	Oui	Oui	Oui	
Comité des risques	Oui	Oui	Oui	Rôle endossé par le comité d'audit + comité mensuel de pilotage des risques
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	Oui	Oui	Oui	
Comité RSE	Oui	Oui	Oui	Renforcé à partir de 2022-23
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	Oui	Oui	Oui	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	58%	61%	68%	Concert fondateurs et dirigeants
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	Oui	Oui	Oui	Prend en compte le ROC (vs budget) + une appréciation qualitative, RSE comprise
Déclaration de la rémunération du CEO	Oui	Oui	Oui	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	Oui	Oui	Oui	
Ratio d'équité (salaire médian)	6,4	16,6	5,1	
PARTIES PRENANTES EXTERNES	2021	2022	2023	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	Non	Non	Oui	Uniquement une charte anti-corruption
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	Oui	Oui	Oui	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	95%	95%	95%	

Mentions obligatoires

Recommandations boursières

Nos recommandations boursières traduisent la performance absolue attendue sur le titre à un horizon 6-12 mois. Elles sont basées sur les objectifs de cours définis par l'analyste et intègrent des facteurs exogènes liés à l'environnement de marché, susceptibles de fortes variations. Le bureau d'analyse Portzamparc établit ses évaluations selon une approche d'analyse fondamentale multicritères (principalement et de manière non exhaustive actualisation des flux, multiples des comparables, multiples de transaction, somme des parties, actif net réévalué).

ACHETER (1) : Performance attendue supérieure à +15%

RENFORCER (2) : Performance attendue comprise entre +5% et +15%

CONSERVER (3) : Performance attendue comprise entre -5% et +5%

ALLEGER (4) : Performance attendue comprise entre -5% et -15%

VENDRE (5) : Performance attendue inférieure à -15% ou absence de visibilité sur les fondamentaux de la société.

L'ensemble des avertissements concernant la recherche Portzamparc (Historique des recommandations, engagement de transparence, politique de gestion des conflits d'intérêt, système de recommandation, répartition par recommandation...) est accessible sur <https://www.midcaps.portzamparc.fr/wp-content/fileadmin/pubt/avertissements.pdf> (clientèle institutionnelle).

Les cours utilisés sont les cours de clôture de la veille sauf indication contraire.

Historique des recommandations sur l'émetteur au cours des 12 derniers mois

Le tableau ci-dessous reflète l'historique des recommandations et d'objectifs de cours faits par le département d'analyse financière de Portzamparc sur une période de 12 mois.

La mise à jour des recommandations intervient, soit à l'occasion d'un commentaire lié à une publication officielle ou légale, soit à l'occasion d'un événement exceptionnel (croissance externe, accords significatifs).

Date	Analyste	Objectif de prix	Cours de clôture	Recommandation
30 Apr 24 - 08:36:16	Maxence Dhoury	71,9	55,2	Acheter
05 Feb 24 - 10:01:09	Maxence Dhoury	71,9	60,6	Acheter
05 Feb 24 - 08:58:09	Maxence Dhoury	71,9	60,6	Acheter
31 Jan 24 - 12:08:11	Maxence Dhoury	71,9	61,1	Acheter
31 Jan 24 - 09:04:25	Maxence Dhoury	71,9	61,1	Acheter
17 Jan 24 - 10:11:17	Maxence Dhoury	71,4	60,7	Acheter
17 Jan 24 - 09:38:48	Maxence Dhoury	71,4	60,7	Acheter
17 Jan 24 - 09:28:40	Maxence Dhoury	71,4	60,7	Acheter
17 Jan 24 - 08:52:50	Maxence Dhoury	71,4	60,7	Acheter
06 Dec 23 - 17:52:14	Maxence Dhoury	63,4	48,7	Acheter
06 Dec 23 - 17:29:56	Maxence Dhoury	63,4	48,7	Acheter
05 Dec 23 - 08:49:05	Maxence Dhoury	61,9	45,95	Acheter
08 Nov 23 - 09:53:22	Maxence Dhoury	52	43,5	Acheter
08 Nov 23 - 09:15:28	Maxence Dhoury	52	43,5	Acheter
31 Oct 23 - 11:14:21	Maxence Dhoury	52	41	Acheter
31 Oct 23 - 10:00:09	Maxence Dhoury	52	41	Acheter
31 Oct 23 - 09:25:29	Maxence Dhoury	52	41	Acheter
27 Jul 23 - 07:43:09	Maxence Dhoury	57,2	50,9	Acheter
26 Jul 23 - 08:49:13	Maxence Dhoury	54,2	48,2	Acheter
26 Jul 23 - 07:58:18	Maxence Dhoury	54,2	48,2	Acheter
23 Jun 23 - 08:08:58	Maxence Dhoury	54,2	48,2	Acheter
09 Jun 23 - 11:34:24	Maxence Dhoury	54,2	48,55	Acheter
09 Jun 23 - 08:37:51	Maxence Dhoury	54,2	48,55	Acheter
05 Jun 23 - 08:58:57	Maxence Dhoury	54,2	46,45	Acheter
05 Jun 23 - 08:10:35	Maxence Dhoury	54,2	46,45	Acheter
01 Jun 23 - 08:23:20	Maxence Dhoury	53,7	44,65	Acheter

Détail des conflits d'intérêts potentiels PORTZAMPARC

<i>Société</i>	<i>Détail des conflits d'intérêts potentiels</i>
Wavestone	5,6

1. Portzamparc possède ou contrôle 5 % ou plus du capital en actions émis par cet émetteur;
2. Cet émetteur, ou ses actionnaires principaux, possèdent ou contrôlent, directement ou indirectement, 5% ou plus du capital en actions émis par Portzamparc;
3. Portzamparc a été chef de file ou co-chef de file dans une offre publique concernant les instruments financiers de cet émetteur durant les douze derniers mois;
4. Portzamparc est teneur de marché pour les instruments financiers de cet émetteur;
5. Portzamparc a signé un contrat de liquidité avec l'émetteur.
6. Portzamparc et l'émetteur ont signé une convention de prestation de service d'analyse à travers laquelle Portzamparc s'est engagé à produire et à diffuser des études de recherche d'investissement sur ledit émetteur. Document de recherche produit conformément à la Charte de Bonnes Pratiques sur la recherche sponsorisée. Analyse payée partiellement par l'émetteur, diffusion réservée;
7. Portzamparc a été rémunéré par cet émetteur en échange de la fourniture de services d'investissement ou des services en conseil financier au cours des douze derniers mois;
8. L'auteur de cette étude ou une personne qui aurait aidé à l'élaboration de cette étude (ou un membre de son foyer), ou encore une personne qui, malgré sa non-implication dans l'élaboration de cette étude avait ou pouvait raisonnablement avoir accès aux éléments substantiels de cette étude avant sa diffusion détient une position nette ou courte supérieure à 0,5% du capital de cet émetteur
9. La recommandation présentée dans ce document a été divulguée à l'émetteur avant sa publication et diffusion et a été subséquemment modifiée préalablement à sa diffusion

Détail des conflits d'intérêts potentiels BNP PARIBAS

Sociétés dans lesquelles BNP PARIBAS détient des participations : <https://wealthmanagement.bnpparibas/fr/conflict-of-interest.html>

Nantes : 13 rue de la Brasserie - BP 38629 - 44186 Nantes Cedex 4

Paris : 16 rue de Hanovre - 75002 Paris - 33 (0) 1 40 17 50 08