



28 octobre 2022

Cours : 45,70€

Objectif : 52,80€

## RENFORCER (2)

Opinion inchangée

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

Cours au 27/10/2022

Chiffre d'affaires T2 + Confcall

## Confiance toujours là mais marge en retrait

La dynamique commerciale reste bien présente malgré le ralentissement économique et les polémiques au sein du secteur public. La guidance de marge annuelle est confirmée, nous visons légèrement au-dessus jusqu'ici mais devenons moins offensifs.

**CA T2 : 115,1M€ +12%, +5% pcc vs PZP 112,5M€ +10%, +4% pcc**

Le T2 ressort 2% au-dessus de nos estimations, l'écart se répartissant à 50/50 entre une meilleure croissance organique (+5% vs PZP +4%) et plus d'effets périmètre et changes. Le carnet de commandes témoigne d'une résistance plutôt insolente de la dynamique commerciale malgré les craintes macroéconomiques et le « consulting bashing » dans le secteur public (14% CA n-1), dans lequel le cabinet sera probablement amené à moins investir à l'avenir. Le backlog est certes en baisse de 4,2 à 3,7 mois mais 1/ cela reste un niveau élevé (normatif de 3 à 4 mois qu'il est compliqué de dépasser compte-tenu du cycle commercial court) et 2/ 80% de la baisse affichée est liée à la hausse des effectifs (plus nombreux sur le T3 compte-tenu de la saisonnalité des recrutements).

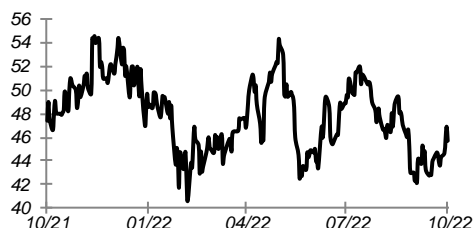
**Retrait marqué de la MOC au S1, résistance attendue sur l'année**

Sur une base très élevée, le recul de la MOC au S1 devrait être un peu plus marqué qu'attendu puisque le cabinet guide sur -12% (14,6% en n-1). Ce retrait s'explique par le recul, anticipé, du taux d'activité (-2pts à 75%, jugé normatif dans le cadre du plan stratégique) et les investissements au service de la croissance (reprise de dépenses, recrutements). Le management confirme toutefois sa cible annuelle de -15%, évoquant le retour à une saisonnalité plus classique. Cela est en effet tout à fait concevable dans la mesure où, sur les cinq années pré-covid, la MOC annuelle était en moyenne 2,8pts plus élevée que celle du S1. Il faut toutefois considérer que, contrairement à l'an dernier, le cabinet n'a pas d'avance à fin septembre sur ses objectifs. Les guidances annuelles seront actualisées début décembre lors des résultats S1 pour intégrer les deux acquisitions réalisées au UK mais nous pensons qu'elles n'impacteront pas la MOC cette année. Les périodes d'intégration des acquisitions structurantes ne délivrent pas toujours une marge optimale mais nous comprenons que les premiers mois se passent très bien et, en normatif, PEN a une rentabilité légèrement inférieure à Wavestone (~15% d'EBITDA vs ~16%) et celle de Coeus est supérieure (~20% d'EBITDA).

**Update scénario**

Nous maintenons nos hypothèses de croissance organique, qui sera selon nous supérieure à 6% cette année avec une accélération de +8% au S2 : effet calendaire globalement neutre (vs négatif au S1), base moins exigeante sur le taux d'activité et poursuite des hausses de prix. Notre top line est relevée avec l'intégration de la double acquisition au UK. Au niveau des marges, nous préférons jouer la prudence en visant désormais 14,8% de MOC pour l'exercice (15,3% précédemment). Cela tient notamment aux US, où le rétablissement de la rentabilité pourrait prendre plus de temps dans un marché qui se complique (impact indirect de la baisse de la demande du secteur tech). Nous intégrons enfin la suppression de la CVAE d'ici deux ans. Au final, nos bpa sur 3 ans sont relevés de 8%.

**Après mise à jour du scénario et des paramètres, notre objectif est ajusté de 54,3€ à 52,8€.**



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€)** 923,0  
Flottant (%) 35,9%  
Nbre de Titres (Mio) 20,196  
Date de clôture 31-Mar

	21	22e	23e
PER	17,7	17,2	15,9
PCF	16,2	15,1	14,1
VE/CA	1,8	1,7	1,5
VE/ROP	11,6	11,6	10,5
PAN	3,6	3,1	2,7
Rendement	0,5%	0,8%	0,9%
Free Cash Flow Yield	5,1%	4,5%	5,8%
ROACE	23,8%	21,6%	20,4%

	470,1	531,4	572,5
CA précédent	470,1	506,7	527,6
var. n/n-1	12,6%	13,0%	7,7%
EBE	80,8	85,3	90,0
ROC	74,8	78,4	82,6
% CA	15,9%	14,8%	14,4%
ROP	72,8	76,1	81,3
% CA	15,5%	14,3%	14,2%
RN Pdg publié	51,0	53,8	58,8
% CA	10,9%	10,1%	10,3%

	2,48	2,61	2,85
BNPA	2,48	2,58	2,58
BNPA précédent	2,48	2,58	2,58
var. n/n-1	101,1%	5,4%	9,3%
BNPA Cor	2,53	2,66	2,87
ANPA	12,5	14,6	16,9
Dividende net	0,38	0,40	0,44

	-60,3	-38,0	-72,4
DFN	-60,3	-38,0	-72,4

**Calendrier :**  
Résultats S1 le 5 Décembre

Maxence Dhoury, Analyste Financier

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

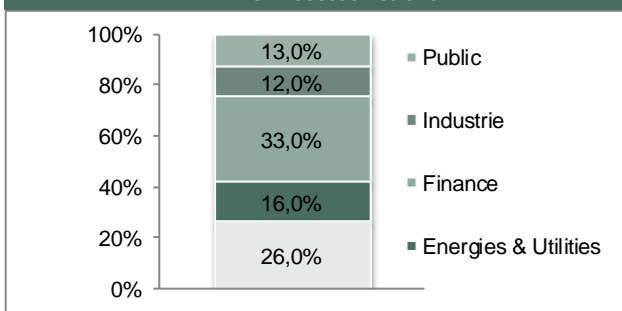
## WAVESTONE

Exploitation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
CA	359,9	391,5	422,0	417,6	470,1	531,4	572,5	606,6
var. n/n-1	6,3%	8,8%	7,8%	-1,1%	12,6%	13,0%	7,7%	6,0%
var. organique	6,3%	5,0%	1,5%	-1,3%	10,0%	6,3%	4,6%	6,0%
EBE	51,0	58,7	66,1	63,0	80,8	85,3	90,0	99,5
ROC	50,6	55,2	55,7	53,3	74,8	78,4	82,6	91,6
var. n/n-1	30,7%	9,2%	0,8%	-4,4%	40,4%	4,8%	5,3%	10,9%
ROP	46,8	52,4	53,5	43,3	72,8	76,1	81,3	90,3
RCAI	43,9	50,6	50,1	40,7	71,9	74,6	79,9	88,9
IS	-17,3	-19,9	-19,0	-15,3	-20,9	-20,9	-21,1	-22,2
RN Pdg publié	26,6	30,8	31,1	25,4	51,0	53,8	58,8	66,7
RN Pdg corrigé	28,1	32,2	32,1	26,3	52,1	54,9	59,1	67,0
var. n/n-1	30,5%	14,3%	-0,2%	-18,1%	98,0%	5,3%	7,8%	13,3%
Imva CA 2019 / 2023e	7,9%	-	-	-	-	-	-	-
Marge brute (%)	-	-	-	-	-	-	-	-
Marge opérationnelle (%)	13,0%	13,4%	12,7%	10,4%	15,5%	14,3%	14,2%	14,9%
Marge nette (%)	7,8%	8,2%	7,6%	6,3%	11,1%	10,3%	10,3%	11,1%
Taux IS (%)	39,4%	39,2%	37,8%	37,6%	29,0%	27,9%	26,4%	25,0%
Frais de personnel / CA (%)	68,8%	67,2%	68,7%	74,3%	71,5%	-	-	-
CA/effectif (K€)	138	138	130	126	134	-	-	-
var. n/n-1	1,7%	-0,2%	-5,6%	-3,3%	6,3%	-	-	-
Effectif moyen	2 606	2 840	3 242	3 316	3 512	-	-	-
var. n/n-1	4,4%	9,0%	14,2%	2,3%	5,9%	-	-	-

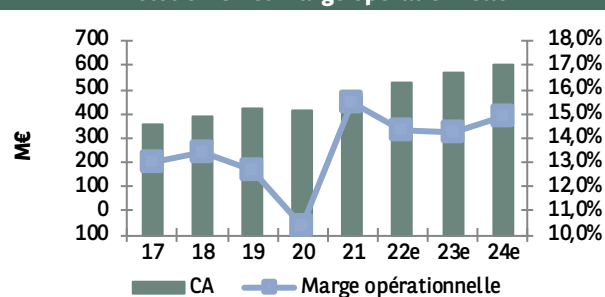
Bilan	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	130,2	150,8	177,1	206,1	257,0	300,1	347,8	402,7
Dettes financières nettes	34,6	38,7	29,1	-31,8	-60,3	-38,0	-72,4	-118,1
Autres	10,2	10,8	45,8	39,5	27,2	27,2	27,2	27,2
<b>Capitaux investis</b>	<b>175,1</b>	<b>200,3</b>	<b>252,1</b>	<b>213,7</b>	<b>223,9</b>	<b>289,3</b>	<b>302,7</b>	<b>311,8</b>
Immobilisations nettes	157,1	177,4	232,8	212,6	214,9	270,7	281,8	289,0
dont écarts d'acquisition	118,9	140,6	166,5	162,0	178,5	177,0	176,5	176,0
dont financières	8,2	9,6	13,5	14,9	10,7	10,7	10,7	10,7
BFR	26,3	32,5	32,8	15,9	19,7	29,3	31,6	33,5
<b>Actif économique</b>	<b>175,1</b>	<b>200,3</b>	<b>252,1</b>	<b>213,7</b>	<b>223,9</b>	<b>289,3</b>	<b>302,7</b>	<b>311,8</b>
Gearing (%)	26,6%	25,7%	16,4%	-15,5%	-23,5%	-12,7%	-20,8%	-29,3%
BFR/CA (%)	7,3%	8,3%	7,8%	3,8%	4,2%	5,5%	5,5%	5,5%
Dettes financières nettes/EBE (x)	0,7	0,7	0,4	ns	ns	ns	ns	ns
ROE (%)	20,4%	20,4%	17,6%	12,3%	19,9%	17,9%	16,9%	16,6%
ROACE (%) après IS normé	16,9%	17,1%	14,9%	13,9%	23,8%	21,6%	20,4%	22,2%

Financement	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	31,4	41,8	47,8	50,3	56,9	62,2	66,7	75,0
Variation BFR	-2,8	-10,4	5,9	19,1	-1,7	-9,6	-2,3	-1,9
Investissements industriels	-2,7	-1,4	-10,1	-8,9	-8,3	-9,8	-10,0	-10,6
% du CA	0,8%	0,4%	2,4%	2,1%	1,8%	1,9%	1,8%	1,8%
<b>Cash Flow Libre</b>	<b>26,0</b>	<b>29,9</b>	<b>43,6</b>	<b>60,5</b>	<b>46,9</b>	<b>42,7</b>	<b>54,4</b>	<b>62,5</b>
Cessions d'actifs	0,0	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	-0,4	-21,9	-26,6	-0,1	-12,2	-54,4	-9,0	-5,0
Dividendes	-3,0	-4,1	-4,6	0,0	-4,6	-7,7	-8,1	-8,8
Augmentation de capital	0,0	-8,1	-3,5	0,1	-2,4	-3,0	-3,0	-3,0
Autres	-0,8	0,0	0,6	0,5	0,6	0,0	0,0	0,0
Variation dettes financières nettes	-21,8	4,1	-9,6	-61,0	-28,5	22,3	-34,4	-45,7
<b>Dettes financières nettes</b>	<b>34,6</b>	<b>38,7</b>	<b>29,1</b>	<b>-31,8</b>	<b>-60,3</b>	<b>-38,0</b>	<b>-72,4</b>	<b>-118,1</b>

CA/ secteur client



Evolution CA et marge opérationnelle



## WAVESTONE

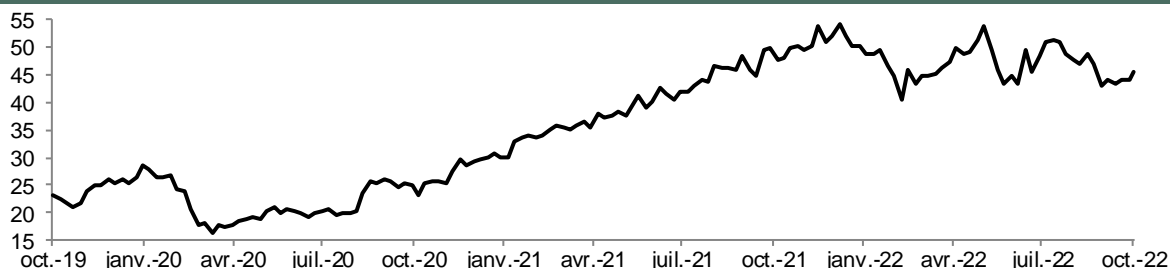
Données par action	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
BNPA	1,29	1,49	1,51	1,23	2,48	2,61	2,85	3,24
var. n/n-1	-68,9%	14,3%	-0,2%	-18,1%	98,0%	5,3%	7,8%	13,3%
CFPA	1,5	2,0	2,3	2,4	2,8	3,0	3,2	3,6
ANPA	6,3	7,3	8,6	10,0	12,5	14,6	16,9	19,6
Dividende net (versé en n+1)	0,20	0,23	0,00	0,23	0,38	0,40	0,44	0,50
Payout (%)	14,7%	14,5%	0,0%	17,9%	15,0%	15,0%	15,2%	15,3%
Tmva BNPA 2019 / 2023e	16,5%							
Tmva CFPA 2019 / 2023e	8,7%							

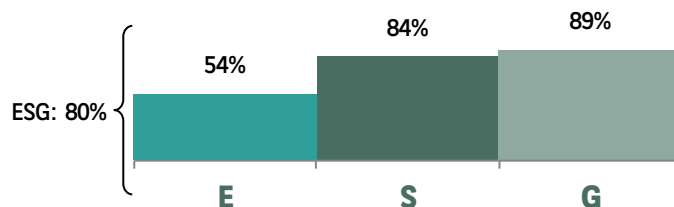
Valorisation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
PER (x)	20,4	21,8	16,0	19,5	17,7	17,2	15,9	14,0
PCF (x)	18,3	16,7	10,8	10,2	16,2	15,1	14,1	12,5
PAN (x)	4,4	4,6	2,9	2,5	3,6	3,1	2,7	2,3
VE/CA (x)	1,7	1,9	1,3	1,1	1,8	1,7	1,5	1,3
VE/EBE (x)	11,7	12,4	8,1	7,5	10,5	10,4	9,4	8,1
VE/ROP (x)	12,8	13,8	10,0	10,9	11,6	11,6	10,5	8,9
Free Cash Flow Yield (%)	4,5%	4,3%	8,5%	11,8%	5,1%	4,5%	5,8%	6,6%
Rendement (%)	2,2%	0,6%	0,9%	0,0%	0,5%	0,8%	0,9%	1,0%
Capitalisation (M€)	562,7	686,9	504,8	503,8	905,1	923,0	923,0	923,0
Valeur d'Entreprise (VE)	597,4	725,6	534,0	472,0	844,8	885,0	850,6	804,9
<b>Cours de référence (€)</b>	<b>27,9</b>	<b>34,0</b>	<b>25,0</b>	<b>24,9</b>	<b>44,8</b>	<b>45,7</b>	<b>45,7</b>	<b>45,7</b>
Nb de titres (Mio)	20,196	20,196	20,196	20,196	20,196	20,196	20,196	20,196
Nb de titres corrigé (Mio)	20,591	20,591	20,591	20,591	20,591	20,591	20,591	20,591
% de la dilution	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
Date d'introduction	14/03/2001							
Cours d'introduction ajusté	2,6 €							

Données intermédiaires	17	18	19	20	21	22	24
CA T1	85,4	95,9	98,3	94,4	115,2	122,0	-
CA T2	81,2	86,7	96,2	92,4	102,6	115,1	-
CA S1	166,5	182,6	194,5	186,8	217,8	237,1	-
ROP S1	15,2	18,5	18,6	13,5	30,1	-	-
RN pdg corrigé S1	8,7	11,4	9,7	7,4	21,2	-	-
Marge opérationnelle S1	9,1%	10,1%	9,6%	7,2%	13,8%	-	-
Marge nette S1	5,3%	6,2%	5,0%	3,9%	9,7%	-	-
CA T3	95,0	102,2	112,7	111,8	122,3	-	-
CA T4	98,4	106,8	114,9	119,0	129,9	-	-
CA S2	193,4	209,0	227,6	230,8	252,2	-	-
ROP S2	31,6	34,0	34,9	29,7	42,7	-	-
RN pdg corrigé S2	18,6	20,8	22,4	18,9	30,9	-	-
Marge opérationnelle S2	16,3%	16,2%	15,3%	12,9%	16,9%	-	-
Marge nette S2	9,6%	9,9%	9,8%	8,2%	12,2%	-	-

Taux de croissance (n/n-1)		17	18	19	20	21	22	24
CA T1		-3,4%	12,3%	2,5%	-4,0%	22,0%	5,9%	-
CA T2		10,2%	6,8%	11,0%	-4,0%	11,0%	12,2%	-
CA T3		10,3%	7,6%	10,3%	-0,8%	9,4%	-	-
CA T4		8,6%	8,5%	7,6%	3,6%	9,2%	-	-
CA S1		2,8%	9,6%	6,5%	-3,9%	16,6%	8,8%	-
CA S2		9,4%	8,1%	8,9%	1,4%	9,3%	-	-
ROP S1		-0,1%	21,6%	0,9%	-27,5%	+ / ++	-	-
ROP S2		54,6%	7,6%	2,7%	-14,7%	43,5%	-	-

### Historique de cours





## WAVESTONE

Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2020	2021	2022	Commentaires
<b>Empreinte carbone</b>				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	1,3	1,8	1,2	
Politique de compensation des émissions CO2	Non	Non	Non	Envisagé à long-terme, priorité à la réduction des émissions pour le moment
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	Non	Non	Non	
<b>Politique environnementale</b>				
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	2020	2021	2022	Commentaires
<b>Promotion de la diversité</b>				
Part des femmes dans la société	41%	41%	41%	
Index égalité salariale femmes / hommes	86	87	87	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	Oui	Oui	Oui	
Part des personnes en situation de handicap	0,6%	0,8%	0,9%	
<b>Formation</b>				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	72%	62%	69%	
<b>Recrutement &amp; Attractivité</b>				
Taux d'attrition (employés)	14%	11%	18%	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	Oui	Oui	Oui	
<b>Conditions de travail</b>				
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)	1 656	1 644	1 645	
Taux d'absentéisme	2,3%	2,3%	2,3%	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	2	0	1	
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2020	2021	2022	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middlednext	Oui	Oui	Oui	Middlednext
<b>Composition des instances de gouvernance</b>				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	Oui	Oui	Oui	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	7	7	9	
<i>dont indépendants</i>	4	4	6	
<i>dont femmes</i>	2	2	4	
Administrateur représentant les salariés au CA	Oui	Oui	Oui	
Assiduité des membres du CA	100%	98%	97%	
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
<b>Respect des actionnaires minoritaires</b>				
Droits de votes doubles/multiples	Oui	Oui	Oui	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	59%	58%	61%	Concert fondateurs et dirigeants
<b>Rémunération des dirigeants</b>				
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)	4,4	6,4	16,6	
PARTIES PRENANTES EXTERNES	2020	2021	2022	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	Non	Non	Non	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	92%	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 changements de 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	Ancienne Recommandation	Nouvelle Recommandation
13/04/2022 8:30	Maxence Dhoury	49,50€	44,80€	Conserver	Renforcer
29/10/2021 8:30	Maxence Dhoury	47,30€	47,60€	Renforcer	Conserver

### 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;
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