

# Wavestone

**Neutre** → | **Objectif** **49.0 € vs 53.0 €** ↘

Cours (12/10/2022) : 42.80 € | Potentiel : 14%

Révision 2023e 2024e  
BPA 3.9% 3.8%

## Des craintes qui ne se manifestent pas encore dans l'activité commerciale, mais sous la menace d'une épée de Damoclès ?

Date publication: 13/10/2022 06:46

Date rédaction: 12/10/2022 17:49



Sources : ODDO BHF Sécurités, SIX

### Données produit

#### WAVE FP | WAVE.PA

Capitalisation boursière (M€)	850
VE (M€)	833
Extrêmes 12 mois (€)	40.60 - 54.60
Flottant (%)	43.2

Performance (%)	1m	3m	12m
Performance absolue	-13.4	-7.1	-5.3
Perf. rel. Indice Pays	-4.6	-0.1	11.6
Perf. rel. CAC Small	-3.6	0.8	21.9

Comptes	03/23e	03/24e	03/25e
CA (M€)	524	556	581
EBITDA (M€)	83.0	87.3	92.6
EBIT courant (M€)	76.5	80.6	85.6
RNpg (M€)	52.7	56.0	61.2
BPA (€)	2.75	2.92	3.13
DNA (€)	0.40	0.42	0.46

P/E (x)	15.6	14.7	13.7
P/B (x)	2.8	2.4	2.1
Rendement (%)	0.9	1.0	1.1
FCF yield (%)	5.9	6.7	7.6
VE/CA (x)	1.6	1.4	1.3
VE/EBITDA (x)	10.0	9.0	7.9
VE/EBIT courant (x)	10.9	9.7	8.5
Gearing (%)	-13	-25	-36
Dette nette/EBITDA (x)	ns	ns	ns

### Next Events

27/10/2022	H1 Sales
05/12/2022	H1 Results
30/01/2023	Q3 Sales
27/04/2023	FY Sales

### Preview T2 : vers une accélération (modérée) de la croissance org q-o-q

Après un T1 relativement faible (+3% org), pénalisé par des facteurs techniques, la croissance org devrait progressivement accélérer dès T2 étant donné l'effet embarqué i/ des effectifs, et ii/ des hausses de prix (inflaté aussi par un effet \$). Ces éléments compenseront la consolidation naturelle du taux d'activité (base exceptionnellement élevée, saisonnalité sur les recrutements et notamment les arrivées sur T2), qui devrait toutefois rester >75% sur S1. En l'absence d'effets techniques (calendaire, congés), nous attendons un CA T2 de 113.4 M€, en croissance de 10.6% en données publiées (y compris intégration de PEN Partnership au RU) et +5.0% en organique. Ceci est conforme à la séquence de croissance org attendue par la direction sur l'exercice 2022/23, davantage concentrée sur S2 (S1 : +3.9% ; S2 : +6.4%).

### Une rentrée rassurante, dans la continuité du début d'année

D'un contact société, nous comprenons que la dynamique commerciale est restée bien orientée depuis la rentrée. Si le carnet de commandes pourrait légèrement s'effriter (cadence des arrivées), la tendance sur les prises de commandes semble s'inscrire dans la continuité des derniers mois, offrant une bonne visibilité à 3/4 mois. Ce message est rassurant, et partagé par plusieurs pairs, alors que septembre est toujours clé dans le Conseil pour appréhender une potentielle inflexion de cycle. Ceci tend à s'expliquer par l'inertie des grands projets de transformation engagés par les clients, qui retarde l'effet négatif du contexte macro actuel. Le principal point d'attention à très court terme reste donc le turnover des équipes (élevé mais gérable) et non la demande. Rappelons que cette rotation des effectifs permet d'amortir l'impact de l'inflation salariale (accentuée a priori durant l'été), bien que neutralisée par un mouvement de même ampleur sur les prix (stabilité du couple prix/salaire).

### Confiant sur la guidance mais prudence réitérée pour les prochains mois

La direction semble donc toujours confiante sur ses objectifs annuels, à savoir un CA >505 M€ à cc et hors M&A récent (2 opérations au RU), i.e. croissance org de 5/6% sur l'exercice, associée à une MOC de l'ordre de 15%. Toutefois, si la fin d'année civile apparaît relativement protégée (carnet de commandes, queue de budget), nous notons une plus grande prudence de la direction pour début 2023, qui pourrait commencer à subir l'impact d'une contraction sévère des budgets (déjà perceptible aux US pour d'autres acteurs) en plus du traditionnel flottement en début d'année. Il ne semble pas y avoir pour l'instant de signaux sectoriels marqués (en dehors du secteur public) mais davantage d'alertes client par client. Cela étant, en l'absence d'inflexion nette coté RH, les objectifs à 2025 ne semblent pas être compromis à ce stade (sans être, de toute façon, totalement factorisés par le consensus).

### Prévisions : intégration du M&A et scénario moins optimiste sur 2023/24

Nous profitons de ce papier en amont du T2 pour intégrer dans les comptes le rachat de PEN Partnership (CA 19.6 M€) et Coeus Consulting (CA 9 M€), rapprochement qui permet à Wavestone de changer de dimension au RU. Notre scénario 2022 reste pour l'instant calé sur les guidances de la société, mais nous révisons cependant en baisse nos prévisions de croissance org 2023/24 de -1.5 pt à 3.5% par souci de prudence, tout en maintenant un niveau de MOC élevé >14.5%. Ceci conduit à une hausse moyenne des BPA de 3.8% sur 2022-24 en tenant compte aussi de la suppression totale de la CVAE sur cette période.

### Opinion Neutre réitérée. OC ajusté à 49 € (vs 53 €)

Si, pour l'instant, l'activité semble très bien résistée, la faible visibilité sur 2023 et le contexte de marché nous incitent toujours à la prudence étant donné la nature et la cyclicité des prestations de Wavestone, d'où notre opinion Neutre sur le titre. Par ailleurs, la valorisation à 10.3x EBIT prospectif n'apparaît pas suffisamment attractive pour adopter une opinion plus agressive (cf. page 2). En outre, nous abaissons notre OC à 49 € (vs 53 € préc.) suite à la baisse généralisée des multiples sectoriels et la mise à jour des paramètres de marché.

Nicolas Thorez (Analyste)

+33 (0)4 72 68 27 28

nicolas.thorez@oddo-bhf.com

#### Risque de conflits d'intérêts:

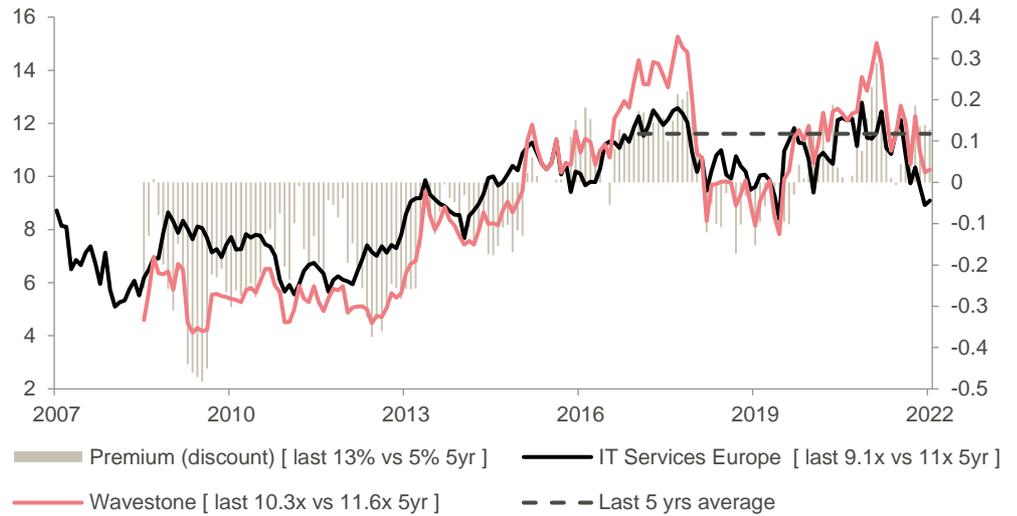
ODDO BHF et/ou une de ses filiales peuvent être en situation de conflits d'intérêts avec certains des émetteurs mentionnés dans cette publication. Vous pouvez consulter l'ensemble des mentions des conflits d'intérêts en dernière page de ce document.

Document non contractuel, strictement limité à l'usage privé du destinataire, les informations fournies dans ce document proviennent de sources dignes de foi mais ne peuvent être garanties. Les appréciations formulées reflètent notre opinion à la date de publication et sont donc susceptibles d'être révisées ultérieurement.

Ce document a été imprimé pour pascal.imbert@wavestone.fr Le 13/10/2022 08:40:17.



EV/EBIT forward 1 yr – last 15 years (x)



Sources : FactSet, ODDO BHF Securities



**WAVE.PA | WAVE FP**  
**Services informatiques | France**

Neutre

Cours actuel 42.80 €

Upside 14.49%

OC 49.0 €

	03/18	03/19	03/20	03/21	03/22	03/23e	03/24e	03/25e
<b>DONNEES PAR ACTION (€)</b>								
BPA corrigé	1.49	1.69	1.66	1.65	2.66	2.75	2.92	3.13
<b>BPA publié</b>	<b>1.35</b>	<b>1.59</b>	<b>1.58</b>	<b>1.29</b>	<b>2.59</b>	<b>2.68</b>	<b>2.84</b>	<b>3.11</b>
Croissance du BPA corrigé	31.8%	13.0%	-1.7%	-0.4%	61.1%	3.3%	6.0%	7.2%
BPA consensus								
Dividende par action	0.20	0.23	0.00	0.23	0.38	0.40	0.42	0.46
FCF to equity par action	1.32	1.52	2.53	3.68	2.85	2.52	2.85	3.24
Book value par action	6.62	7.65	8.99	10.46	13.04	15.33	17.77	20.45
Nombre d'actions ordinaires fin de période (M)	19.87	19.95	19.95	19.95	19.95	19.95	19.95	19.95
Nombre d'actions moyen dilué (M)	19.87	19.95	19.95	19.95	19.95	19.95	19.95	19.95
<b>VALORISATION (M€)</b>	<b>03/18</b>	<b>03/19</b>	<b>03/20</b>	<b>03/21</b>	<b>03/22</b>	<b>03/23e</b>	<b>03/24e</b>	<b>03/25e</b>
Cours le plus haut (€)	31.4	47.0	31.0	29.8	54.6	54.3		
Cours le plus bas (€)	19.6	23.0	20.7	16.3	29.0	40.6		
(*) Cours de référence (€)	27.9	33.9	25.0	24.9	44.8	42.8	42.8	42.8
Capitalisation	554	677	499	497	894	854	854	854
Endettement net retraité	34.6	38.7	58.7	-9.6	-47.2	-39.5	-87.8	-143.2
Intérêts minoritaires réévalués	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Immobilisations financières réévaluées	1.6	2.0	2.0	2.1	1.3	1.3	1.3	1.3
Provisions (y compris réserve)	18.3	18.9	20.7	23.9	19.5	19.5	19.5	19.5
<b>VE</b>	<b>605</b>	<b>733</b>	<b>576</b>	<b>510</b>	<b>865</b>	<b>833</b>	<b>784</b>	<b>729</b>
<b>P/E (x)</b>	<b>18.7</b>	<b>20.1</b>	<b>15.1</b>	<b>15.1</b>	<b>16.8</b>	<b>15.6</b>	<b>14.7</b>	<b>13.7</b>
P/CF (x)	17.4	16.0	10.5	9.7	14.1	15.5	14.6	13.4
Rendement	0.7%	0.7%	0.0%	0.9%	0.9%	0.9%	1.0%	1.1%
FCF yield	4.7%	4.5%	10.1%	14.8%	6.4%	5.9%	6.7%	7.6%
PBV incl. GW (x)	4.21	4.43	2.78	2.38	3.44	2.79	2.41	2.09
PBV excl. GW (x)	48.31	65.63	46.22	11.15	11.25	11.43	6.92	4.83
VE/CA (x)	1.68	1.87	1.37	1.22	1.84	1.59	1.41	1.26
VE/EBITDA (x)	11.9	12.5	8.7	8.1	10.7	10.0	9.0	7.9
<b>VE/EBIT courant (x)</b>	<b>12.0</b>	<b>13.3</b>	<b>10.3</b>	<b>9.6</b>	<b>11.6</b>	<b>10.9</b>	<b>9.7</b>	<b>8.5</b>
<i>(*) cours moyen jusqu'à n-1 cours actuel à partir de n</i>								
<b>COMPTE DE RESULTAT (M€)</b>	<b>03/18</b>	<b>03/19</b>	<b>03/20</b>	<b>03/21</b>	<b>03/22</b>	<b>03/23e</b>	<b>03/24e</b>	<b>03/25e</b>
CA	360	392	422	418	470	524	556	581
EBITDA ajusté	51	59	66	63	81	83	87	93
Dotations aux amortissements	-0.4	-3.5	-10.4	-9.7	-6.0	-6.5	-6.7	-6.9
<b>EBIT courant</b>	<b>51</b>	<b>55</b>	<b>56</b>	<b>53</b>	<b>75</b>	<b>77</b>	<b>81</b>	<b>86</b>
EBIT publié	46.8	52	54	43.3	73	74	78	85
Résultat financier	-2.8	-1.4	-3.4	-2.6	-0.9	-0.7	-0.7	-0.6
Impôt sur les sociétés	-17.3	-19.9	-19.0	-15.3	-20.9	-21.0	-21.8	-23.2
Mise en équivalence	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Activités cédées ou en cours	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Intérêts minoritaires	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
RNpg publié	26.6	31.3	31.1	25.4	51	53	56	61
<b>RNCpg ajusté</b>	<b>29.4</b>	<b>33.3</b>	<b>32.7</b>	<b>32.6</b>	<b>52</b>	<b>54</b>	<b>57</b>	<b>62</b>
<b>BILAN (M€)</b>	<b>03/18</b>	<b>03/19</b>	<b>03/20</b>	<b>03/21</b>	<b>03/22</b>	<b>03/23e</b>	<b>03/24e</b>	<b>03/25e</b>
Survaleurs	119	141	166	162	179	228	228	228
Autres actifs incorporels	12.9	10.1	8.1	6.2	4.3	4.3	4.3	4.3
Immobilisations corporelles	17.1	17.1	14.0	8.5	6.9	6.6	6.5	6.5
BFR	26.3	32.5	32.8	15.9	19.7	23.0	22.9	20.3
Immobilisations financières	8.2	9.6	44.1	35.8	25.2	25.2	25.2	25.2
Capitaux propres pg	130	151	177	206	257	302	350	403
Capitaux propres minoritaires	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Capitaux propres	130	151	177	206	257	302	350	403
Provisions	18.4	20.4	29.7	32.1	24.8	24.8	24.8	24.8
<b>Endettement net</b>	<b>34.6</b>	<b>38.7</b>	<b>58.7</b>	<b>-9.6</b>	<b>-47.2</b>	<b>-39.5</b>	<b>-87.8</b>	<b>-143.2</b>
<b>TABLEAU DE FLUX (M€)</b>	<b>03/18</b>	<b>03/19</b>	<b>03/20</b>	<b>03/21</b>	<b>03/22</b>	<b>03/23e</b>	<b>03/24e</b>	<b>03/25e</b>
<b>EBITDA</b>	<b>51.0</b>	<b>58.8</b>	<b>66.1</b>	<b>63.0</b>	<b>80.8</b>	<b>83.0</b>	<b>87.3</b>	<b>92.6</b>
Var. BFR	-2.8	-10.4	5.9	20.8	-6.9	-3.3	0.1	2.6
Frais financiers & taxes	-1.5	-1.3	-2.5	-16.2	-16.4	-26.4	-27.4	-29.0
Autres flux opérationnels	-18.1	-15.7	-16.7	4.0	-1.9	-2.1	-2.1	-0.6
Operating Cash flow	28.6	31.3	52.8	71.7	55.7	51.3	57.8	65.6
Capex	-2.7	-1.4	-3.1	0.7	0.5	-1.6	-1.7	-1.7
<b>Free cash-flow</b>	<b>25.9</b>	<b>29.9</b>	<b>49.7</b>	<b>72.5</b>	<b>56.1</b>	<b>49.7</b>	<b>56.2</b>	<b>63.8</b>
Acquisitions / Cessions	-0.3	-29.9	-30.0	0.0	-14.4	-49.8	0.0	0.0
Dividendes	-3.0	-4.1	-4.6	0.0	-4.6	-7.7	-7.9	-8.4
Var. Capitaux propres	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Autres	-0.5	0.0	-7.2	-11.2	-7.9	0.0	0.0	0.0
Var. trésorerie nette	21.8	-4.1	-20.0	68.3	37.7	-7.7	48.3	55.4
<b>CROISSANCE MARGES RENTABILITE</b>	<b>03/18</b>	<b>03/19</b>	<b>03/20</b>	<b>03/21</b>	<b>03/22</b>	<b>03/23e</b>	<b>03/24e</b>	<b>03/25e</b>
Croissance du CA publiée	6.3%	8.8%	7.8%	-1.0%	12.6%	11.5%	6.0%	4.5%
<b>Croissance du CA organique</b>	<b>6.4%</b>	<b>5.0%</b>	<b>1.2%</b>	<b>-2.3%</b>	<b>10.1%</b>	<b>5.8%</b>	<b>3.5%</b>	<b>4.5%</b>
Croissance de l'EBIT courant	30.7%	9.3%	0.7%	-4.3%	40.4%	2.3%	5.3%	6.3%
Croissance du BPA corrigé	31.8%	13.0%	-1.7%	-0.4%	61.1%	3.3%	6.0%	7.2%
Marge nette ajustée	8.2%	8.5%	7.7%	7.8%	11.2%	10.3%	10.3%	10.6%
<b>Marge d'EBITDA</b>	<b>14.2%</b>	<b>15.0%</b>	<b>15.7%</b>	<b>15.1%</b>	<b>17.2%</b>	<b>15.8%</b>	<b>15.7%</b>	<b>15.9%</b>
<b>Marge d'EBIT courant</b>	<b>14.1%</b>	<b>14.1%</b>	<b>13.2%</b>	<b>12.8%</b>	<b>15.9%</b>	<b>14.6%</b>	<b>14.5%</b>	<b>14.7%</b>
Capex / CA	-0.8%	-0.4%	-0.7%	0.2%	0.1%	-0.3%	-0.3%	-0.3%
BFR / CA	7.3%	8.3%	7.8%	3.8%	4.2%	4.4%	4.1%	3.5%
Taux d'IS apparent	37.2%	37.2%	36.7%	36.3%	28.4%	27.9%	27.5%	27.5%
Taux d'IS normatif	28.5%	28.5%	28.5%	28.5%	28.5%	28.5%	28.5%	28.5%
Rotation de l'actif (CA / Actif Economique) (x)	2.1	2.1	2.0	2.0	2.3	2.2	2.1	2.2
<b>ROCE post-tax (taux d'IS normatif)</b>	<b>21.0%</b>	<b>21.1%</b>	<b>18.9%</b>	<b>18.4%</b>	<b>26.6%</b>	<b>23.2%</b>	<b>22.0%</b>	<b>23.5%</b>
ROCE post-tax hors GW (taux d'IS normatif)	68.1%	68.2%	69.5%	89.0%	ns	ns	ns	ns
ROE	25.1%	23.7%	19.9%	17.0%	22.7%	19.4%	17.6%	16.4%
<b>RATIOS D'ENDETTEMENT</b>	<b>03/18</b>	<b>03/19</b>	<b>03/20</b>	<b>03/21</b>	<b>03/22</b>	<b>03/23e</b>	<b>03/24e</b>	<b>03/25e</b>
Gearing	27%	26%	33%	-5%	-18%	-13%	-25%	-36%
Dettes nette / Capitalisation (x)	0.06	0.06	0.12	-0.02	-0.05	-0.05	-0.10	-0.17
<b>Dettes nette / EBITDA (x)</b>	<b>0.68</b>	<b>0.66</b>	<b>0.89</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>
EBITDA / frais financiers nets (x)	27.3	37.3	30.4	55.3	91.4	114.7	123.7	151.8

Sources: ODDO BHF Securities, SIX



• **Méthode de valorisation**

Nos objectifs de cours sont établis à 12 mois et leurs fixations reposent principalement sur trois méthodes de valorisation. Tout d'abord l'actualisation des cash-flows disponibles utilisant les paramètres d'actualisation fixés par le groupe et affichés le site Internet de ODDO BHF. Ensuite la méthode dite des sommes des parties reposant sur l'agrégat financier le plus pertinent en fonction du secteur d'activité. Enfin, nous utilisons également la méthode dite des comparables qui permet d'évaluer la société analysée par rapport à des entreprises similaires, soit car elles opèrent sur des segments d'activité identiques (et sont donc concurrentes) soit car elles bénéficient de dynamiques financières comparables. Il peut arriver de mixer ses méthodes dans des cas particuliers afin de refléter au mieux les spécificités de chaque entreprise couverte et ainsi pouvoir en affiner l'appréciation.

• **Sensibilité du résultat de l'analyse/classification des risques :**

Les avis exprimés dans ce document sont des avis basés sur une date particulière - la date indiquée en première page du présent document. La recommandation peut changer selon des événements inattendus susceptibles, par exemple d'avoir un impact tant sur la société étudiée dans le présent document que sur l'ensemble du secteur.

• **Nos recommandations boursières**

Nos recommandations boursières reflètent la performance RELATIVE attendue sur chaque valeur à un horizon de 12 mois.  
 Surperformance : performance attendue supérieure à celle de l'indice de référence, sectoriel (large caps) ou non (petites et moyennes valeurs).  
 Neutre : performance attendue voisine de celle de l'indice de référence, sectoriel (large caps) ou non (petites et moyennes valeurs).  
 Sous-performance : performance attendue inférieure à celle de l'indice de référence, sectoriel (large caps) ou non (petites et moyennes valeurs).

• **Les cours des instruments financiers utilisés et mentionnés dans le présent document sont des cours de clôture.**

• **L'ensemble des publications des sociétés suivies et mentionnées dans le présent document est disponible sur le site de la recherche : Web lien .**

**Historique des changements des recommandations et des objectifs de cours sur les 12 derniers mois**

Date	Recomm.	Objectif (EUR)	Cours (EUR)	Analyste
12/10/22	Neutre	49.00	42.80	Nicolas Thorez
12/07/22	Neutre	53.00	46.05	Nicolas Thorez
15/03/22	Surperformance	59.00	42.90	Nicolas Thorez
14/01/22	Surperformance	62.00	50.40	Nicolas Thorez
07/12/21	Surperformance	59.00	54.40	Nicolas Thorez
19/10/21	Surperformance	54.00	50.40	Nicolas Thorez

Conformément à l'Article 20 du Règlement européen n° 596/2014 (Market Abuse Regulation) une liste de toutes les recommandations sur tout instrument financier ou tout émetteur qui ont été diffusées au cours des douze derniers mois est disponible en cliquant sur le lien suivant Web lien .

Répartition des recommandations		Surperformance	Neutre	Sous-performance
Ensemble de la couverture	(681)	52%	37%	10%
Contrats de liquidité	(90)	57%	38%	6%
Contrats de recherche	(60)	65%	30%	5%
Service de banque d'investissement	(42)	60%	36%	5%

**Risque de conflits d'intérêts :**

Services de banque d'investissement et/ou Distribution		
ODDO BHF SCA ou l'une de ses sociétés affiliées est-il intervenu, au cours des douze derniers mois, en qualité de chef de file ou de chef de file associé d'une offre publique portant sur des instruments financiers de l'émetteur et rendue publique ?		Non
ODDO BHF SCA ou l'une de ses sociétés affiliées a-t-il reçu un paiement de la part de l'émetteur concernant la prestation de services d'investissement réalisée au cours des 12 derniers mois ou s'attend à recevoir ou à rechercher une rémunération de la part de l'émetteur pour des prestations de services d'investissement réalisées au cours des 12 derniers mois ?		Non
Contrat de recherche entre le groupe ODDO et l'émetteur		
ODDO BHF SCA ou sa filiale ABN AMRO – ODDO BHF B.V. et l'émetteur ont-ils convenus de la fourniture par le premier au second d'un service de production et de diffusion de la recommandation d'investissement sur ledit émetteur ?		Oui
Contrat de liquidité et market-making		
A la date de la diffusion de ce rapport, ODDO BHF SCA ou l'une de ses sociétés affiliées agit-il en tant que teneur de marché ou a-t-il conclu un contrat de liquidité en ce qui concerne les instruments financiers de l'émetteur ?		Non
Prise de participation		
ODDO BHF SCA ou sa filiale ABN AMRO – ODDO BHF B.V. détient-il 1% ou plus de la totalité du capital émis de l'émetteur ?		Non
Une ou plusieurs sociétés affiliées de ODDO BHF SCA, autres que ABN AMRO – ODDO BHF B.V., peuvent, à certaines occasions, détenir 1% ou plus de la totalité du capital émis de l'émetteur.		
ODDO BHF SCA ou sa filiale ABN AMRO – ODDO BHF B.V., détient-il une position longue ou courte nette de plus de 0,5% de la totalité du capital émis de l'émetteur ?		Non
L'émetteur détient-il plus de 5% de la totalité du capital émis de ODDO BHF SCA ou de sa filiale ABN AMRO – ODDO BHF B.V. ?		Non
Disclosure lié à la publication		
Cette analyse financière a été transmise à l'émetteur pour relecture, sans objectif de cours ni recommandation, avant sa diffusion, afin de vérifier l'exactitude de données factuelles contenues dans l'analyse ?		Non
Les conclusions de cette analyse financière ont été modifiées suite à sa relecture, avant diffusion, par l'émetteur?		Non
Autres conflits d'intérêts		
ODDO BHF SCA ou l'une de ses sociétés affiliées est-il au courant de conflits d'intérêts supplémentaires ?		Non
Conflits d'intérêts personnels		
Les personnes en charge de la rédaction de l'analyse financière ont-elles acheté des instruments financiers de l'émetteur concerné par la présente analyse financière?		Non
Les personnes en charge de la rédaction du présent document ont-elles perçues une rémunération directement liée à des opérations de service d'entreprise d'investissement ou à un autre type d'opération qu'elles réalisent ou aux frais de négociation qu'elles ou toute personne morale faisant partie du même groupe reçoit?		Non

Toutes les déclarations relatives aux conflits d'intérêts de toutes les sociétés mentionnées dans le présent document peuvent être consultées sur le site de la



**Disclaimer:**

**Avertissement relatif à la distribution par ODDO BHF SCA à des investisseurs autres que des ressortissants des Etats-Unis :**

La présente étude a été réalisée par ODDO BHF Corporates & Markets, division d'ODDO BHF SCA (« ODDO »), agréée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF).

Lorsqu'elle est distribuée hors des Etats-Unis, l'étude est exclusivement destinée à des clients non américains d'ODDO ; elle ne saurait être divulguée à un tiers sans le consentement préalable et écrit d'ODDO. Le présent document n'est pas et ne doit pas être interprété comme une offre de vente ni comme la sollicitation d'une offre d'achat ou de souscription à un quelconque investissement. La présente étude a été préparée dans le respect des dispositions réglementaires destinées à promouvoir l'indépendance de l'analyse financière. Des « murailles de Chine » (barrières à l'information) ont été mises en place pour éviter la diffusion non autorisée d'informations confidentielles ainsi que pour prévenir et gérer des situations de conflit d'intérêts. Cette étude a été rédigée conformément aux dispositions réglementaires applicables en France aux fins de promouvoir l'indépendance de l'analyse financière. La recommandation contenue dans ce document est revue et mise à jour au moins trimestriellement à chaque publication par l'émetteur de son rapport trimestriel.

A la date de publication du présent document, ODDO et/ou l'une de ses filiales peuvent être en conflit d'intérêts avec le ou les émetteur(s) mentionnés. Tous les efforts raisonnables ont été déployés pour veiller à ce que les informations contenues dans les présentes ne soient pas erronées ou mensongères à la date de la publication, mais aucune garantie n'est donnée de même qu'aucune conviction ne doit être fondée sur l'exactitude ou l'exhaustivité de ces informations. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Toutes les opinions exprimées dans le présent document sont le reflet du contexte actuel ; elles sont susceptibles de modification sans préavis. Les opinions exprimées dans cette étude reflètent exactement les points de vue personnels de l'analyste sur les titres et/ou les émetteurs concernés et aucune partie de la rémunération de ce dernier n'a été, n'est, ni ne sera directement ou indirectement liée aux opinions spécifiques contenues dans la présente étude. Cette étude ne constitue pas une recommandation d'investissement personnalisée de même qu'elle ne tient pas compte des objectifs d'investissement, de la situation financière ni des besoins propres aux clients. Ceux-ci sont invités à s'interroger sur l'adéquation entre un avis ou une recommandation quelconque, exprimés dans l'étude, et leur situation personnelle et, si besoin est, à consulter un professionnel, y compris un conseiller fiscal.

Ce rapport de recherche s'adresse uniquement aux investisseurs institutionnels. Il peut ne pas contenir l'information nécessaire pour que d'autres prennent des décisions d'investissement. Consultez votre conseiller financier ou un professionnel de placement si vous n'êtes pas un investisseur institutionnel.

**Avertissement relatif à la distribution par ODDO BHF SCA à des investisseurs ressortissants des Etats-Unis :**

La présente étude a été réalisée par ODDO BHF Corporates & Markets, division d'ODDO. Cette étude est distribuée aux investisseurs ressortissants des Etats-Unis exclusivement par ODDO BHF New York Corporation (« ONY »), MEMBER: FINRA/SIPC. Elle s'adresse exclusivement aux clients d'ONY ressortissants des Etats-Unis et ne saurait être communiquée à un tiers sans le consentement préalable et écrit d'ONY. Ce document n'est pas et ne doit pas être interprété comme une offre de vente ni comme la sollicitation d'une offre d'achat ou de souscription à un quelconque investissement. La présente étude a été préparée dans le respect des dispositions réglementaires destinées à promouvoir l'indépendance de l'analyse financière. Des « murailles de Chine » (barrières à l'information) ont été mises en place pour éviter la diffusion non autorisée d'informations confidentielles ainsi que pour prévenir et gérer des situations de conflit d'intérêts. Cette étude a été rédigée conformément aux dispositions réglementaires applicables en France aux fins de promouvoir l'indépendance de l'analyse financière. La recommandation contenue dans ce document est revue et mise à jour au moins trimestriellement à chaque publication par l'émetteur de son rapport trimestriel.

A la date de publication du présent document, ODDO, et/ou l'une de ses filiales peuvent être en conflit d'intérêts avec le ou les émetteur(s) mentionnés. Tous les efforts raisonnables ont été déployés pour veiller à ce que les informations contenues dans les présentes ne soient pas erronées ou mensongères à la date de la publication, mais aucune garantie n'est donnée de même qu'aucune conviction ne doit être fondée sur l'exactitude ou l'exhaustivité de ces informations. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Toutes les opinions exprimées dans le présent document sont le reflet du contexte actuel ; elles sont susceptibles de modification sans préavis.

Les opinions exprimées dans cette étude reflètent exactement les points de vue personnels de l'analyste sur les titres et/ou les émetteurs concernés et aucune partie de la rémunération de ce dernier n'a été, n'est, ni ne sera directement ou indirectement liée aux opinions spécifiques contenues dans la présente étude. Cette étude ne constitue pas une recommandation d'investissement personnalisée de même qu'elle ne tient pas compte des objectifs d'investissement, de la situation financière ni des besoins propres aux clients. Ceux-ci sont invités à s'interroger sur l'adéquation entre un avis ou une recommandation quelconque, exprimés dans l'étude, et leur situation personnelle et, si besoin est, à consulter un professionnel, y compris un conseiller fiscal.

Ce rapport de recherche s'adresse uniquement aux investisseurs institutionnels. Il peut ne pas contenir l'information nécessaire pour que d'autres prennent des décisions d'investissement. Consultez votre conseiller financier ou un professionnel de placement si vous n'êtes pas un investisseur institutionnel

Informations à communiquer conformément aux exigences de la FINRA (Financial Industry Regulatory Authority), Règle 15a-6 :

Conformément à la Règle 15a-6 (a)(3), toutes transactions réalisées par ODDO, et/ou par une de ses filiales avec une entité américaine sur les titres décrits dans cette recherche réalisée hors des Etats-Unis, sont effectuées par l'intermédiaire d'ONY. En tant que membre de la FINRA, ONY a revu ce document afin de pouvoir le distribuer aux investisseurs américains, conformément aux dispositions du 2241(h) du règlement de la FINRA applicable à la diffusion de l'analyse financière produites par ODDO.

- Ni ONY, ni ODDO, ni ODDO BHF Corporates & Markets ne détiennent effectivement 1 % ou plus de toute catégorie d'actions ordinaires de la société concernée ;
- A la date de publication de la présente étude, l'analyste d' ODDO BHF Corporates & Markets n'a pas été informé ni n'a eu connaissance de même qu'il n'a aucune raison d'avoir connaissance d'un quelconque conflit d'intérêts réel et significatif le concernant ou concernant ODDO, ODDO BHF Corporates & Markets, ou ONY à l'exception des cas mentionnés dans le paragraphe intitulé « Risques de conflits d'intérêts » ;
- ODDO BHF Corporates & Markets, ou ODDO peuvent, dans les trois prochains mois, percevoir ou réclamer une rémunération au titre de services de banque d'investissement auprès de la société objet de la présente étude, étant entendu qu'ONY ne sera pas partie prenante à de tels accords ;
- Ni ONY, ni ODDO, ni ODDO BHF Corporates & Markets, n'ont perçu une rémunération de la part de la société objet de l'étude au cours des 12 derniers mois au titre de la fourniture de services de banque d'investissement à l'exception des cas mentionnés dans le paragraphe intitulé « Risques de conflits d'intérêts » ;
- Ni ONY, ni ODDO, ni ODDO BHF Corporates & Markets, n'ont été le chef de file ni le co-chef de file d'une émission de titres par offre publique pour le compte de la société objet de l'étude au cours des 12 derniers mois à l'exception des cas mentionnés dans le paragraphe intitulé « Risques de conflits d'intérêts » ;
- ONY n'est pas teneur de marché (ni ne l'a jamais été) et, en conséquence, n'était pas teneur de marché pour les titres de la société objet de l'étude à la date de publication de cette dernière.

**Réglementation AC (Regulation AC) :**

ONY est dispensé des obligations de certification au titre de la réglementation AC (Regulation AC) pour la distribution par ses soins à un ressortissant américain aux Etats-Unis de la présente étude préparée par un analyste d' ODDO BHF Corporates & Markets car ODDO n'a pas de dirigeants ni de personnes exerçant des fonctions similaires ni des salariés en commun avec ONY et ONY conserve et applique des politiques et procédures raisonnablement destinées à l'empêcher, de même que toute personne exerçant le contrôle, tous dirigeants ou personnes exerçant des fonctions similaires, ainsi que des salariés d'ONY, d'influencer les activités de l'analyste d'une société tierce ainsi que le contenu des études préparées par un tel analyste tiers.

Coordonnées de la société chargée de la distribution de la recherche aux investisseurs ressortissants des Etats-Unis : ODDO BHF New York Corporation, MEMBER: FINRA/SIPC est une filiale à 100 % d'ODDO BHF SCA; Louis paul ROGER, Président (louis-paul.roger@oddo-bhf.com) 150 East 52nd Street New York, NY 10022 646-286-2137.