

Wavestone

Surperformance → | Objectif 54.0 €

Révision 03/23e 03/24e

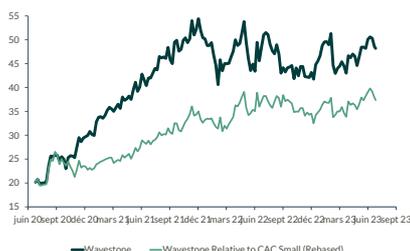
Cours (25/07/2023) : 48.20 € | Potentiel : 12%

BPA

Projet de rapprochement structurant entre Wavestone et Q_PERIOR. Un mariage franco-allemand pour changer de dimension

Date publication: 26/07/2023 07:27

Date rédaction: 25/07/2023 23:39



Sources : ODDO BHF Securities, SIX

Données produit

WAVE.FP | WAVE.PA

| | |
|-------------------------------|---------------|
| Capitalisation boursière (M€) | 958 |
| VE (M€) | 899 |
| Extrêmes 12 mois (€) | 41.50 - 52.00 |
| Flottant (%) | 43.2 |

| Performance (%) | 1m | 3m | 12m |
|------------------------|------|-----|-------|
| Performance absolue | 0.0 | 9.9 | -1.4 |
| Perf. rel. Indice Pays | -3.2 | 9.7 | -10.2 |
| Perf. rel. CAC Small | -2.3 | 6.5 | 0.4 |

| Comptes | 03/24e | 03/25e | 03/26e |
|-------------------|--------|--------|--------|
| CA (M€) | 582 | 611 | 642 |
| EBITDA (M€) | 91.4 | 97.4 | 102 |
| EBIT courant (M€) | 84.4 | 90.2 | 94.7 |
| RNpg (M€) | 58.8 | 64.5 | 67.8 |
| BPA (€) | 3.06 | 3.30 | 3.47 |
| DNA (€) | 0.44 | 0.48 | 0.51 |

| | | | |
|-------------------------|------|------|------|
| P/E (x) | 15.8 | 14.6 | 13.9 |
| P/B (x) | 2.7 | 2.3 | 2.0 |
| Rendement (%) | 0.9 | 1.0 | 1.1 |
| FCF yield (%) | 6.5 | 7.1 | 7.0 |
| VE/CA (x) | 1.5 | 1.4 | 1.2 |
| VE/EBITDA (x) | 9.8 | 8.6 | 7.7 |
| VE/EBIT courant (x) | 10.6 | 9.3 | 8.3 |
| Gearing (%) | -23 | -34 | -42 |
| Dettes nette/EBITDA (x) | -0.9 | -1.4 | -1.9 |

Next Events

| | |
|------------|------------|
| 26/07/2023 | Q1 Sales |
| 30/10/2023 | H1 Sales |
| 04/12/2023 | H1 Results |
| 30/01/2024 | Q3 Sales |

Projet de fusion de 2 leaders locaux pour créer un champion européen du conseil

Wavestone a annoncé hier soir être entré dans une phase avancée concernant un projet de rapprochement avec le cabinet de conseil allemand Q_PERIOR. L'argument majeur de cette opération est la création d'un champion européen du conseil, permettant à l'ensemble d'être plus visible, d'élargir la couverture internationale et de franchir un cap en termes de taille pour répondre à l'évolution du marché du conseil (capacité à adresser des périmètres plus larges pour répondre à des projets de transformation de plus en plus importants). Ces 2 acteurs sont partenaires depuis 2019 avec un ADN commun (ce qui dé-risque en partie le deal) et avec un positionnement très complémentaire. Les activités de Q_PERIOR sont très comparables à celles de WAVE (conseil opérationnel), centré sur le marché germanophone (Allemagne, Suisse, Autriche = 95% CA) et avec des compétences fortes notamment sur le secteur de l'assurance (>30% CA), là où Wavestone est plus tourné sur le secteur bancaire. Un nouvel ensemble, in fine, plus équilibré en termes de mix sectoriel et avec des disynergies de revenus presque nulles.

Un saut quantique pour le nouvel ensemble, qui vise 1 Md€ de CA à horizon 2025

En forte croissance (TMVA de +10% sur les 5 dernières années), le cabinet Q_PERIOR a généré un CA de 285 M€ en 2022 (+21%), pour une MOC de 8.1% (modèle opérationnel davantage centré sur la croissance que celui de Wavestone). Ainsi, l'ensemble serait composé de ~6k consultants, avec un CA combiné de 818.4 M€ à fin mars 2023 (exercice fiscal), pour une MOC de 12.4% (vs Wavestone stand alone 14.5%). Compte tenu des opportunités que devrait générer cette opération, notamment en termes de synergies de revenus et cross-fertilisation, le cabinet se fixe pour objectif un CA de c. 1 Md€ à horizon 2025 (FY 2024/25), soit une croissance org annuelle >10% (vs 5-7% historiquement), et un ROC >130 M€ (13% de marge). A terme, l'ambition est de combiner croissance de 15% (yc M&A) et marge de 15% (niveau normatif de Wavestone pré-opération), soit « le meilleur des 2 mondes ». D'un contact société, les leviers pour améliorer la marge de Q_PERIOR sont nombreux et déjà bien identifiés (réduction de la sous-traitance, rapport prix de vente/salaire, et optimisation du staffing).

Une opération financièrement intéressante, relative et créatrice de valeur à terme

L'opération se traduit pour Wavestone par l'acquisition de 100% de Q_PERIOR, sur la base d'une VE de 330 M€ (321.9 M€ en valeur d'equity) et un complément maximum de 35 M€, impliquant des multiples d'acquisition modérés de 1.1x CA et 14.3x EBIT LTM (hors earn outs) eu égard à la croissance affichée. Cette transaction est payée pour ~80% en titres Wavestone (signal positif sur le 'commitment') avec l'émission de 4.7m d'actions nouvelles au prix de 54 € (prime de 13%, soit notre OC), i.e. >20% de nouvelles actions émises. Les actionnaires majoritaires de Q_PERIOR détiendrait alors 16% du capital, et formerait une action de concert avec les actionnaires de contrôle de WAVE. Le résiduel de 67.6 M€ ainsi que l'earn out, sera financé en cash. Ce montage devrait laisser une latitude financière suffisante pour poursuivre une stratégie M&A ciblée à l'international (US/UK). En première approche et sur la base de nos hypothèses (cf. calcul en page 2), nous estimons que l'opération serait relative de ~10% sur les BPA dès 2024/2025 et créatrice de valeur (ROIC>WACC) l'année suivante.

Un deal offensif qui coche beaucoup de cases. Opinion Surperformance réitérée

5 ans après l'acquisition de Kurt Salmon, qui avait permis de transformer Wavestone (Solucom à l'époque), le groupe fait de nouveau preuve d'ambitions avec cette annonce. Le cabinet est sur le point de passer un nouveau cap, et cette opération offensive, stratégique et financièrement intéressante, permettra à ces 2 acteurs 'domestiques' de changer de dimension sur le plan international. Si ce type d'opération génère, le plus souvent (à court terme), de « l'agitation » opérationnelle et boursière (possible diversion/défocalisation des équipes), la structure du deal et le profil de la cible pourraient rassurer sur le marché quant aux risques d'intégration (qui apparaissent plus 'light' que l'opération Kurt Salmon). Nous réitérons donc notre opinion Surperformance, OC inchangé à 54 € à ce stade. Conférence ce jour à 14h CET (lien).

Nicolas Thorez (Analyste)

+33 (0)4 72 68 27 28

nicolas.thorez@oddo-bhf.com

Risque de conflits d'intérêts:

ODDO BHF SCA ou sa filiale ABN AMRO - ODDO BHF B.V. et l'émetteur ont convenu de la fourniture par le premier au second d'un service de production et de diffusion de la recommandation d'investissement sur ledit émetteur. 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.



Nous calculons une relation des BPA de près de 10% dès 2024/25

Nous estimons que cette opération serait relative sur les BPA de 9% (selon nos hypothèses) et de 12% (selon le BP de la direction) dès l'exercice 2024/25, et créatrice de valeur (ROIC>WACC) l'année suivante. Ces estimations sont basées sur les hypothèses suivantes :

- **Croissance annuelle moyenne de 10% de Q_PERIOR sur les prochaines années** (soit un niveau similaire à la croissance historique du cabinet), sans tenir compte de synergies de revenus.
- **Une marge opérationnelle en amélioration d'1pt par an sur les 2 prochaines années pour atteindre 10% sur 2024/25** (i.e. niveau qui permettrait à Wavestone d'atteindre son objectif de 13% à cet horizon) et de 50 pb ensuite pour atteindre 11.5% d'ici 5 ans (soit 13.5% de marge sur le nouvel ensemble, inférieur à la cible normative de la société).
- **Nous ne prenons pas en compte de synergies de coûts** dans la mesure où le nouvel ensemble aura probablement besoin de renforcer la structure et les équipes fonctionnelles (nous comprenons que Q_PERIOR est déjà une société très/trop bien optimisée en termes d'overheads).
- Des coûts d'acquisition bruts de ~10 M€ sur l'exercice 2023/24 (2-3% de l'opération totale).
- Des charges financières/exceptionnelles équivalentes à 0.5% du CA et un taux d'IS de 29%.
- Un taux de conversion de 70% en cash.

Calcul de la création de valeur sur l'opération de rapprochement avec Q_PERIOR

| € m | 2022 Mar-23 | 2023e* Mar-24 | 2024e Mar-25 | 2025e Mar-26 | 2026e Mar-27 | 2027e Mar-28 |
|------------------------------------|----------------|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| Revenue | 285 | 314 | 345 | 379 | 417 | 459 |
| Growth | 22.0% | 10.0% | 10.0% | 10.0% | 10.0% | 10.0% |
| EBIT before synergies | 23 | 28 | 34 | 40 | 46 | 53 |
| Margin | 8.1% | 9.0% | 10.0% | 10.5% | 11.0% | 11.5% |
| Cost Synergies and efficiency plan | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBIT after synergies | 23 | 28 | 34 | 40 | 46 | 53 |
| Margin | 8.1% | 9.0% | 10.0% | 10.5% | 11.0% | 11.5% |
| Tax rate | | 29% | 29% | 29% | 29% | 29% |
| EV | | 330 | 306 | 278 | 246 | 209 |
| ROIC | | | 7.7% | 9.7% | 12.4% | 16.5% |
| Wacc (Wavestone) | | | 9.5% | 9.5% | 9.5% | 9.5% |
| Accretion on reported EPS | | -4% | 9% | 12% | 15% | 18% |
| Accretion on adjusted EPS** | | 6% | 9% | 12% | 15% | 18% |

Sources: Société, ODDO BHF Securities /* Pro forma intégration de Q_PERIOR sur 12 mois /**excl. acquisition costs (2% of the total amount of the transaction according to us)

Shareholding structure at the date of the Transaction would be as follows :

| Shareholders | Number of shares | % of total share capital | Number of voting rights | % of total voting rights |
|---|-------------------|--------------------------|-------------------------|--------------------------|
| Imbert Family – Wavestone's founder | 5,789,136 | 23.24% | 11,578,272 | 31.33% |
| Dancoisne – Chavelas Family – Wavestone's founder | 5,211,088 | 20.92% | 10,422,176 | 28.20% |
| Majority shareholders of Q_PERIOR | 3,989,956 | 16.02% | 3,989,956 | 10.80% |
| Controlling shareholders acting in concert | 14,990,180 | 60.19% | 25,990,404 | 70.32% |
| Other Wavestone executives and Directors | 105,699 | 0.42% | 198,291 | 0.54% |
| Wavestone employees | 1,549,281 | 6.22% | 2,442,456 | 6.61% |
| Other Q_PERIOR executives and employees | 719,884 | 2.89% | 719,884 | 1.95% |
| Free float | 7,296,861 | 29.30% | 7,609,807 | 20.59% |
| Treasury stock | 244,427 | 0.98% | - | - |
| Total | 24,906,332 | 100.00% | 36,960,842 | 100.00% |

Source : Société



WAVE.PA | WAVE FP
Services informatiques | France

Surperformance

Cours actuel 48.20 €

Upside 12.03%

OC 54.0 €

| | 03/19 | 03/20 | 03/21 | 03/22 | 03/23e | 03/24e | 03/25e | 03/26e |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|
| DONNEES PAR ACTION (€) | | | | | | | | |
| BPA corrigé | 1.69 | 1.66 | 1.65 | 2.66 | 2.86 | 3.06 | 3.30 | 3.47 |
| BPA publié | 1.59 | 1.58 | 1.29 | 2.59 | 2.70 | 2.98 | 3.27 | 3.44 |
| Croissance du BPA corrigé | 13.0% | -1.7% | -0.4% | 61.1% | 7.6% | 6.8% | 7.7% | 5.2% |
| BPA consensus | | | | | | | | |
| Dividende par action | 0.23 | 0.00 | 0.23 | 0.38 | 0.38 | 0.44 | 0.48 | 0.51 |
| FCF to equity par action | 1.52 | 2.53 | 3.68 | 2.85 | 1.90 | 3.11 | 3.44 | 3.37 |
| Book value par action | 7.65 | 8.99 | 10.46 | 13.04 | 15.20 | 17.80 | 20.62 | 23.57 |
| Nombre d'actions ordinaires fin de période (M) | 19.95 | 19.95 | 19.95 | 19.95 | 19.95 | 19.95 | 19.95 | 19.95 |
| Nombre d'actions moyen dilué (M) | 19.95 | 19.95 | 19.95 | 19.95 | 19.95 | 19.95 | 19.95 | 19.95 |
| VALORISATION (M€) | | | | | | | | |
| Cours le plus haut (€) | 47.0 | 31.0 | 29.8 | 54.6 | 54.3 | 52.0 | | |
| Cours le plus bas (€) | 23.0 | 20.7 | 16.3 | 29.0 | 40.6 | 41.5 | | |
| (*) Cours de référence (€) | 33.9 | 25.0 | 24.9 | 44.8 | 46.3 | 48.2 | 48.2 | 48.2 |
| Capitalisation | 677 | 499 | 497 | 894 | 923 | 962 | 962 | 962 |
| Endettement net retraité | 38.7 | 58.7 | -9.6 | -47.2 | -27.2 | -81.0 | -140.0 | -196.6 |
| Intérêts minoritaires réévalués | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Immobilisations financières réévaluées | 2.0 | 2.0 | 2.1 | 1.3 | 1.3 | 1.3 | 1.3 | 1.3 |
| Provisions (y compris réserve) | 18.9 | 20.7 | 23.9 | 19.5 | 19.5 | 19.5 | 19.5 | 19.5 |
| VE | 733 | 576 | 510 | 865 | 914 | 899 | 840 | 783 |
| P/E (x) | 20.1 | 15.1 | 15.1 | 16.8 | 16.2 | 15.8 | 14.6 | 13.9 |
| P/CF (x) | 16.0 | 10.5 | 9.7 | 14.1 | 17.6 | 15.7 | 14.3 | 13.6 |
| Rendement | 0.7% | 0.0% | 0.9% | 0.9% | 0.8% | 0.9% | 1.0% | 1.1% |
| FCF yield | 4.5% | 10.1% | 14.8% | 6.4% | 4.1% | 6.5% | 7.1% | 7.0% |
| PBV incl. GW (x) | 4.43 | 2.78 | 2.38 | 3.44 | 3.05 | 2.71 | 2.34 | 2.04 |
| PBV excl. GW (x) | 65.63 | 46.22 | 11.15 | 11.25 | 12.83 | 7.76 | 5.34 | 4.02 |
| VE/CA (x) | 1.87 | 1.37 | 1.22 | 1.84 | 1.72 | 1.54 | 1.37 | 1.22 |
| VE/EBITDA (x) | 12.5 | 8.7 | 8.1 | 10.7 | 11.0 | 9.8 | 8.6 | 7.7 |
| VE/EBIT courant (x) | 13.3 | 10.3 | 9.6 | 11.6 | 11.9 | 10.6 | 9.3 | 8.3 |
| (*) cours moyen jusqu'à n-1 cours actuel à partir de n | | | | | | | | |
| COMPTE DE RESULTAT (M€) | | | | | | | | |
| CA | 392 | 422 | 418 | 470 | 532 | 582 | 611 | 642 |
| EBITDA ajusté | 59 | 66 | 63 | 81 | 83 | 91 | 97 | 102 |
| Dotations aux amortissements | -3.5 | -10.4 | -9.7 | -6.0 | -6.5 | -7.0 | -7.2 | -7.5 |
| EBIT courant | 55 | 56 | 53 | 75 | 77 | 84 | 90 | 95 |
| EBIT publié | 52 | 54 | 43.3 | 73 | 73 | 82 | 90 | 94 |
| Résultat financier | -1.4 | -3.4 | -2.6 | -0.9 | -0.8 | -0.7 | -0.6 | -0.5 |
| Impôt sur les sociétés | -19.9 | -19.0 | -15.3 | -20.9 | -18.5 | -22.8 | -24.5 | -25.7 |
| 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 | 31.3 | 31.1 | 25.4 | 51 | 53 | 59 | 64 | 68 |
| RNCpg ajusté | 33.3 | 32.7 | 32.6 | 52 | 56 | 60 | 65 | 68 |
| BILAN (M€) | | | | | | | | |
| Survaleurs | 141 | 166 | 162 | 179 | 228 | 228 | 228 | 228 |
| Autres actifs incorporels | 10.1 | 8.1 | 6.2 | 4.3 | 4.3 | 4.3 | 4.3 | 4.3 |
| Immobilisations corporelles | 17.1 | 14.0 | 8.5 | 6.9 | 6.7 | 6.6 | 6.6 | 6.8 |
| BFR | 32.5 | 32.8 | 15.9 | 19.7 | 32.6 | 30.0 | 26.7 | 28.0 |
| Immobilisations financières | 9.6 | 44.1 | 35.8 | 25.2 | 25.2 | 25.2 | 25.2 | 25.2 |
| Capitaux propres pg | 151 | 177 | 206 | 257 | 299 | 351 | 406 | 464 |
| Capitaux propres minoritaires | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Capitaux propres | 151 | 177 | 206 | 257 | 299 | 351 | 406 | 464 |
| Provisions | 20.4 | 29.7 | 32.1 | 24.8 | 24.8 | 24.8 | 24.8 | 24.8 |
| Endettement net | 38.7 | 58.7 | -9.6 | -47.2 | -27.2 | -81.0 | -140.0 | -196.6 |
| TABLEAU DE FLUX (M€) | | | | | | | | |
| EBITDA | 58.8 | 66.1 | 63.0 | 80.8 | 83.5 | 91.4 | 97.4 | 102.2 |
| Var. BFR | -10.4 | 5.9 | 20.8 | -6.9 | -12.8 | 2.5 | 3.3 | -1.3 |
| Frais financiers & taxes | -1.3 | -2.5 | -16.2 | -16.4 | -27.2 | -28.7 | -30.5 | -31.9 |
| Autres flux opérationnels | -15.7 | -16.7 | 4.0 | -1.9 | -4.4 | -2.1 | -0.7 | -0.7 |
| Operating Cash flow | 31.3 | 52.8 | 71.7 | 55.7 | 39.0 | 63.1 | 69.6 | 68.3 |
| Capex | -1.4 | -3.1 | 0.7 | 0.5 | -1.6 | -1.7 | -1.8 | -1.9 |
| Free cash-flow | 29.9 | 49.7 | 72.5 | 56.1 | 37.4 | 61.3 | 67.8 | 66.3 |
| Acquisitions / Cessions | -29.9 | -30.0 | 0.0 | -14.4 | -49.8 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Dividendes | -4.1 | -4.6 | 0.0 | -4.6 | -7.7 | -7.5 | -8.8 | -9.7 |
| Var. Capitaux propres | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Autres | 0.0 | -7.2 | -11.2 | -7.9 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Var. trésorerie nette | -4.1 | -20.0 | 68.3 | 37.7 | -20.0 | 53.8 | 59.0 | 56.7 |
| CROISSANCE MARGES RENTABILITE | | | | | | | | |
| Croissance du CA publiée | 8.8% | 7.8% | -1.0% | 12.6% | 13.2% | 9.4% | 5.0% | 5.0% |
| Croissance du CA organique | 5.0% | 1.2% | -2.3% | 10.1% | 7.0% | 6.9% | 5.0% | 5.0% |
| Croissance de l'EBIT courant | 9.3% | 0.7% | -4.3% | 40.4% | 2.9% | 9.7% | 6.8% | 5.0% |
| Croissance du BPA corrigé | 13.0% | -1.7% | -0.4% | 61.1% | 7.6% | 6.8% | 7.7% | 5.2% |
| Marge nette ajustée | 8.5% | 7.7% | 7.8% | 11.2% | 10.6% | 10.3% | 10.6% | 10.6% |
| Marge d'EBITDA | 15.0% | 15.7% | 15.1% | 17.2% | 15.7% | 15.7% | 15.9% | 15.9% |
| Marge d'EBIT courant | 14.1% | 13.2% | 12.8% | 15.9% | 14.5% | 14.5% | 14.8% | 14.7% |
| Capex / CA | -0.4% | -0.7% | 0.2% | 0.1% | -0.3% | -0.3% | -0.3% | -0.3% |
| BFR / CA | 8.3% | 7.8% | 3.8% | 4.2% | 6.1% | 5.2% | 4.4% | 4.4% |
| Taux d'IS apparent | 37.2% | 36.7% | 36.3% | 28.4% | 25.2% | 27.5% | 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 | 2.0 | 2.0 | 2.3 | 2.2 | 2.2 | 2.3 | 2.4 |
| ROCE post-tax (taux d'IS normatif) | 21.1% | 18.9% | 18.4% | 26.6% | 22.9% | 22.3% | 24.1% | 25.4% |
| ROCE post-tax hors GW (taux d'IS normatif) | 68.2% | 69.5% | 89.0% | ns | ns | ns | ns | ns |
| ROE | 23.7% | 19.9% | 17.0% | 22.7% | 20.3% | 18.5% | 17.2% | 15.7% |
| RATIOS D'ENDETTEMENT | | | | | | | | |
| Gearing | 26% | 33% | -5% | -18% | -9% | -23% | -42% | -42% |
| Dettes nettes / Capitalisation (x) | 0.06 | 0.12 | -0.02 | -0.05 | -0.03 | -0.08 | -0.15 | -0.20 |
| Dettes nettes / EBITDA (x) | 0.66 | 0.89 | -0.15 | -0.58 | -0.33 | -0.89 | -1.44 | -1.92 |
| EBITDA / frais financiers nets (x) | 37.3 | 30.4 | 55.3 | 91.4 | 107.8 | 128.1 | 158.9 | 202.5 |

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: www.securities.oddobhf.com/#disclaimer.**

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

| Date | Recomm. | Objectif (EUR) | Cours (EUR) | Analyste |
|----------|----------------|----------------|-------------|----------------|
| 31/01/23 | Surperformance | 54.00 | 48.20 | Nicolas Thorez |
| 16/01/23 | Surperformance | 52.00 | 46.80 | Nicolas Thorez |
| 13/10/22 | Neutre | 49.00 | 43.90 | Nicolas Thorez |
| 12/07/22 | Neutre | 53.00 | 46.05 | 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 www.securities.oddobhf.com/#disclaimer.

Répartition des recommandations

| | | Surperformance | Neutre | Sous-performance |
|------------------------------------|-------|----------------|--------|------------------|
| Ensemble de la couverture | (676) | 53% | 37% | 11% |
| Contrats de liquidité | (80) | 49% | 41% | 10% |
| Contrats de recherche | (51) | 67% | 24% | 10% |
| Service de banque d'investissement | (27) | 67% | 26% | 7% |

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



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 le département Corporates & Markets de 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.