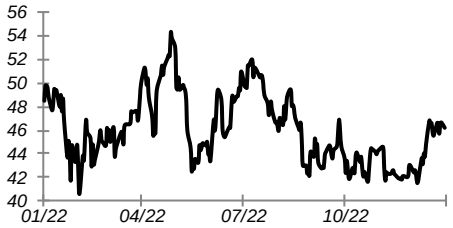
PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

WAVESTONE

ESN _ Conseil en technologie



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€)	**933,1**
Flottant (%)	35,9%
Nbre de Titres (Mio)	20,196
Date de clôture	31-Mar

	21	22e	23e
PER	**17,7**	**17,8**	**15,8**
PCF	16,2	16,0	14,4
VE/CA	1,8	1,7	1,5
VE/ROP	11,6	12,1	10,5
PAN	3,6	3,2	2,8
Rendement	0,5%	0,8%	0,8%
Free Cash Flow Yield	5,1%	4,1%	5,7%
ROACE	23,8%	21,9%	20,5%
CA	**470,1**	**529,9**	**589,9**
CA précédent	470,1	531,4	566,9
var. n/n-1	*12,6%*	*12,7%*	*11,3%*
EBE	80,8	85,2	89,7
ROC	74,8	79,9	83,8
% CA	*15,9%*	*15,1%*	*14,2%*
ROP	72,8	74,4	82,5
% CA	*15,5%*	*14,0%*	*14,0%*
RN Pdg publié	51,0	52,5	59,7
% CA	*10,9%*	*9,9%*	*10,1%*
BNPA	**2,48**	**2,55**	**2,90**
BNPA précédent	2,48	2,60	2,76
var. n/n-1	*101,1%*	*2,9%*	*13,6%*
BNPA Cor	**2,53**	**2,60**	**2,92**
ANPA	12,5	14,3	16,7
Dividende net	0,38	0,39	0,44
DFN	-60,3	-30,6	-64,9

Calendrier :
Chiffre d'affaires T4 le 27 Avril

Maxence Dhoury, Analyste Financier

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

31 janvier 2023

Cours : 46,20€

Objectif : 56,00€

ACHETER (1)

contre Renforcer (2)

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

Cours au 30/01/2023

Chiffre d'affaires T3 + Confcall

Croissance boostée, marge confirmée

La publication confirme l'absence de ralentissement brutal des prises de commandes, ce qui nous conduit à relever nos projections pour le prochain exercice.

CA T3 : 139,1M€ +14%, +6% pcc vs PZP 140,6M€ +15%, +7% pcc

Le T3 est proche de nos attentes et confirme l'accélération progressive de la croissance organique (après +3% au T1 et +5% au T2). Les indicateurs opérationnels sont également conformes à l'attendu avec notamment des hausses de prix qui permettent une légère amélioration du ratio prix/salaires. Le taux d'activité est lui en baisse (73% sur le T3 vs 75% au S1, soit 74% sur 9 mois) mais ce n'est pas une surprise puisque le management l'avait déjà suggéré lors de la présentation des résultats S1. Surtout, cette baisse n'est pas liée à un trou d'activité mais à des recrutements élevés, avec le maintien d'un fort rythme de recrutements bruts couplé à une première détente du taux de turnover (17% en rythme annuel vs 19% fin S1). Au final, ce T3 permet au cabinet de confirmer les guidances annuelles (CA >525M€, MOC ~15%).

Update scénario

Le niveau de recrutement net nous amène à légèrement abaisser notre projection de MOC annuelle, de 15,3% à 15,1% (la hausse des effectifs pèsera encore ponctuellement sur le taux d'activité au T4), mais à relever significativement notre croissance organique 2023-24, de 3,6% à 8,6%. Cette nouvelle projection repose également sur une demande clairement plus résiliente que ce que nous pouvions craindre avant l'hiver. L'ensemble des acteurs souligne aujourd'hui cette résilience mais Wavestone semblait logiquement plus exposé au ralentissement compte-tenu de son positionnement en amont. Le message du management et le niveau du carnet de commandes (4,0 mois vs normatif 3-4 mois) sont en ce sens particulièrement rassurants.

Cette révision de scénario induit une modification de la dynamique bénéficiaire attendue l'an prochain. Nous attendions jusqu'ici un léger retrait du ROC (croissance limitée + MOC ponctuellement inférieure au normatif du fait d'un effet calendaire particulièrement négatif) et une faible progression du RN (nouvelle diminution de la CVAE). La croissance qui s'annonce finalement plus dynamique nous fait maintenant anticiper une progression du ROC et une hausse à deux chiffres du RN, sachant que ce scénario a de bonnes chances d'être boosté par de nouvelles acquisitions au cours des prochains mois.

Le scénario de « soft landing » de la demande semble se confirmer et évacue selon nous une partie des incertitudes qui pouvaient freiner le titre. Comme annoncé dans La Matinale du jour, cela nous permet de passer de Renforcer (2) à Acheter (1) avec un objectif relevé de 53,5€ à 56€.

La recommandation d'investissement présente dans cette étude a été établie le 31/01/2023 - 08:05 (GMT+1) et a été diffusée pour la première fois le 31/01/2023 - 08:06 (GMT+1).

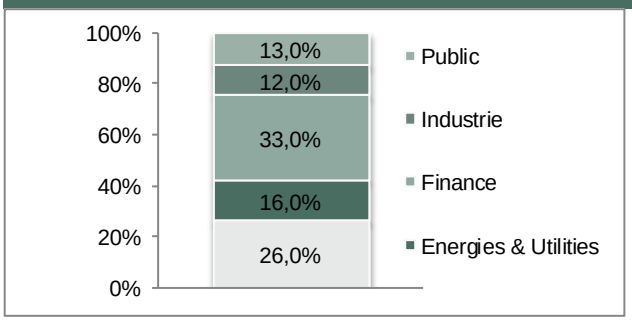
WAVESTONE

Exploitation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
CA	359,9	391,5	422,0	417,6	470,1	529,9	589,9	629,8
var. n/n-1	*6,3%*	*8,8%*	*7,8%*	*-1,1%*	*12,6%*	*12,7%*	*11,3%*	*6,8%*
var. organique	*6,3%*	*5,0%*	*1,5%*	*-1,3%*	*10,0%*	*6,2%*	*8,6%*	*6,8%*
EBE	51,0	58,7	66,1	63,0	80,8	85,2	89,7	102,4
ROC	50,6	55,2	55,7	53,3	74,8	79,9	83,8	96,1
var. n/n-1	*30,7%*	*9,2%*	*0,8%*	*-4,4%*	*40,4%*	*6,9%*	*4,9%*	*14,7%*
ROP	46,8	52,4	53,5	43,3	72,8	74,4	82,5	94,8
RCAI	43,9	50,6	50,1	40,7	71,9	72,9	81,1	93,4
IS	-17,3	-19,9	-19,0	-15,3	-20,9	-20,4	-21,5	-23,4
RN Pdg publié	26,6	30,8	31,1	25,4	51,0	52,5	59,7	70,1
RN Pdg corrigé	28,1	32,2	32,1	26,3	52,1	53,6	60,0	70,4
var. n/n-1	*30,5%*	*14,3%*	*-0,2%*	*-18,1%*	*98,0%*	*2,9%*	*12,0%*	*17,3%*
Tmva CA 2019 / 2023e	8,7%							
Marge brute (%)	-	-	-	-	-	-	-	-
Marge opérationnelle (%)	13,0%	13,4%	12,7%	10,4%	15,5%	14,0%	14,0%	15,1%
Marge nette (%)	7,8%	8,2%	7,6%	6,3%	11,1%	10,1%	10,2%	11,2%
Taux IS (%)	39,4%	39,2%	37,8%	37,6%	29,0%	28,0%	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%*	-	-	-

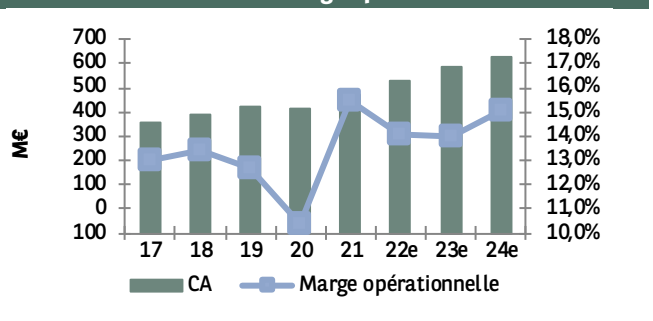
Bilan	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	130,2	150,8	177,1	206,1	257,0	294,9	343,7	401,8
Dettes financières nettes	34,6	38,7	29,1	-31,8	-60,3	-30,6	-64,9	-114,3
Autres	10,2	10,8	45,8	39,5	27,2	27,2	27,2	27,2
Capitaux investis	**175,1**	**200,3**	**252,1**	**213,7**	**223,9**	**291,5**	**306,0**	**314,8**
Immobilisations nettes	157,1	177,4	232,8	212,6	214,9	270,2	281,1	287,5
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	32,0	35,6	38,0
Actif économique	**175,1**	**200,3**	**252,1**	**213,7**	**223,9**	**291,5**	**306,0**	**314,8**
Gearing (%)	26,6%	25,7%	16,4%	-15,5%	-23,5%	-10,4%	-18,9%	-28,4%
BFR/CA (%)	7,3%	8,3%	7,8%	3,8%	4,2%	6,0%	6,0%	6,0%
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%	17,8%	17,4%	17,4%
ROACE (%) après IS normé	16,9%	17,1%	14,9%	13,9%	23,8%	21,9%	20,5%	23,1%

Financement	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	31,4	41,8	47,8	50,3	56,9	59,3	66,1	76,9
Variation BFR	-2,8	-10,4	5,9	19,1	-1,7	-12,3	-3,6	-2,4
Investissements industriels	-2,7	-1,4	-10,1	-8,9	-8,3	-7,9	-8,3	-8,2
% du CA	0,8%	0,4%	2,4%	2,1%	1,8%	1,5%	1,4%	1,3%
Cash Flow Libre	**26,0**	**29,9**	**43,6**	**60,5**	**46,9**	**39,1**	**54,2**	**66,3**
Cessions d'actifs	0,0	0,1	0,1	0,0	0,1	0,2	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	-7,6	-7,9	-9,0
Augmentation de capital	0,0	-8,1	-3,5	0,1	-2,4	-7,0	-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	29,7	-34,3	-49,3
Dettes financières nettes	**34,6**	**38,7**	**29,1**	**-31,8**	**-60,3**	**-30,6**	**-64,9**	**-114,3**

CA/ secteur client



Evolution CA et marge opérationnelle



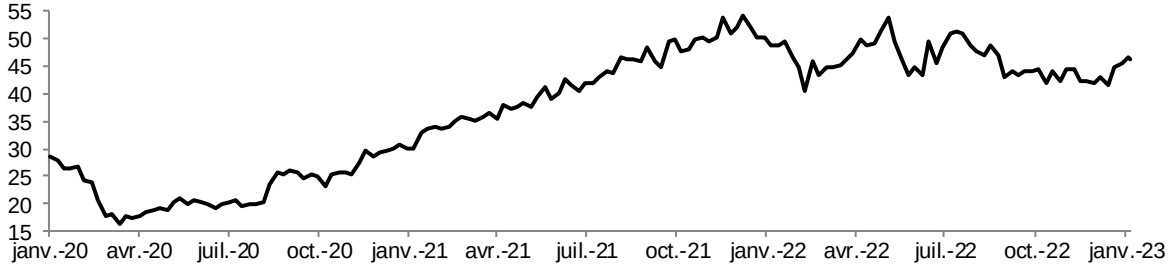
WAVESTONE

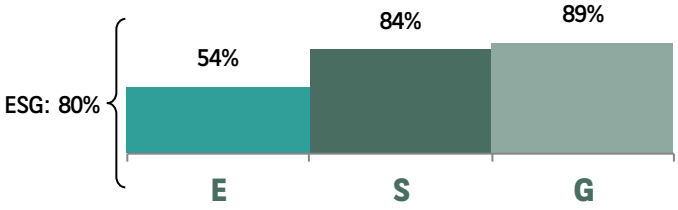
Données par action	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
BNPA	1,29	1,49	1,51	1,23	2,48	2,55	2,90	3,40
var. n/n-1	-68,9%	14,3%	-0,2%	-18,1%	98,0%	2,9%	12,0%	17,3%
CFPA	1,5	2,0	2,3	2,4	2,8	2,9	3,2	3,7
ANPA	6,3	7,3	8,6	10,0	12,5	14,3	16,7	19,5
Dividende net (versé en n+1)	0,20	0,23	0,00	0,23	0,38	0,39	0,44	0,52
Payout (%)	14,7%	14,5%	0,0%	17,9%	14,9%	15,0%	15,2%	15,3%
Tmva BNPA 2019 / 2023e	16,9%							
Tmva CFPA 2019 / 2023e	8,5%							

Valorisation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
PER (x)	20,4	21,8	16,0	19,5	17,7	17,8	15,8	13,5
PCF (x)	18,3	16,7	10,8	10,2	16,2	16,0	14,4	12,4
PAN (x)	4,4	4,6	2,9	2,5	3,6	3,2	2,8	2,4
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	10,6	9,7	8,0
VE/ROP (x)	12,8	13,8	10,0	10,9	11,6	12,1	10,5	8,6
Free Cash Flow Yield (%)	4,5%	4,3%	8,5%	11,8%	5,1%	4,1%	5,7%	7,0%
Rendement (%)	2,2%	0,6%	0,9%	0,0%	0,5%	0,8%	0,8%	1,0%
Capitalisation (M€)	562,7	686,9	504,8	503,8	905,1	933,1	933,1	933,1
Valeur d'Entreprise (VE)	597,4	725,6	534,0	472,0	844,8	902,4	868,1	818,8
Cours de référence (€)	**27,9**	**34,0**	**25,0**	**24,9**	**44,8**	**46,2**	**46,2**	**46,2**
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	25,7	-
RN pdg corrigé S1	8,7	11,4	9,7	7,4	21,2	18,4	-
Marge opérationnelle S1	9,1%	10,1%	9,6%	7,2%	13,8%	10,8%	-
Marge nette S1	5,3%	6,2%	5,0%	3,9%	9,7%	7,8%	-
CA T3	95,0	102,2	112,7	111,8	122,3	139,1	-
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)							
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%	13,7%	-
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%	+/++	-14,8%	-
ROP S2	54,6%	7,6%	2,7%	-14,7%	43,5%		-

Historique de cours





WAVESTONE

Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	**2020**	**2021**	**2022**	**Commentaires**
Empreinte carbone				
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	
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	**2020**	**2021**	**2022**	**Commentaires**
Promotion de la diversité				
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%	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	72%	62%	69%	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	14%	11%	18%	
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)	1 656	1 644	1 645	
Taux d'absentéisme	2,3%	2,3%	2,3%	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	2	0	1	
GOUVERVANCE & ACTIONNARIAT	**2020**	**2021**	**2022**	**Commentaires**
Respect du code Afep-Medef ou Middlenext	Oui	Oui	Oui	Middlenext
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	7	9	
dont indépendants	4	4	6	
dont femmes	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
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	Oui	Oui	Oui	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	59%	58%	61%	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)	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
30/01/2023 8:30	Maxence Dhoury	56,00€	46,20€	Renforcer	Acheter
13/04/2022 8:30	Maxence Dhoury	49,50€	44,80€	Conserver	Renforcer

Détail des conflits d'intérêts potentiels PORTZAMPARC

Société	*Détail des conflits d'intérêts potentiels*
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