

26 juillet 2023

Cours : 48,20€

Objectif : 54,20€

ACHETER (1)

Opinion inchangée

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

Cours au 25/07/2023

Acquisition + Contact dirigeant

Source : FactSet Research

Marché	Euronext
ISIN / Mnémonique	FR0013357621 / WAVE
Reuters / Bloomberg	WAVE.PA / WAVE FP
Indice	CAC Small
Analyse payée partiellement par l'émetteur	
Éligibilité PEA-PME	Oui

Capitalisation (M€)	973,6
Flottant (%)	36,4%
Nbre de Titres (Mio)	20,200
Date de clôture	31-Mar

	22	23e	24e
PER	18,5	15,8	14,0
PCF	14,9	14,4	12,8
VE/CA	1,7	1,5	1,3
VE/ROP	12,5	10,5	8,8
PAN	3,2	2,8	2,4
Rendement	0,8%	0,8%	1,0%
Free Cash Flow Yield	3,2%	5,7%	6,7%
ROACE	21,3%	21,7%	24,7%

	532,3	587,4	619,7
CA	532,3	587,4	619,7
CA précédent	532,3	587,4	619,7
var. n/n-1	13,2%	10,4%	5,5%
EBE	82,8	92,8	102,3
ROC	77,0	86,9	96,1
% CA	14,5%	14,8%	15,5%
ROP	72,7	85,2	94,4
% CA	13,7%	14,5%	15,2%
RN Pdg publié	50,1	61,7	69,8
% CA	9,4%	10,5%	11,3%

	2,45	3,02	3,42
BNPA	2,45	3,02	3,42
BNPA précédent	2,43	3,01	3,42
var. n/n-1	-1,0%	23,2%	13,1%
BNPA Cor	2,51	3,05	3,45
ANPA	14,7	17,2	20,0
Dividende net	0,38	0,46	0,52
DFN	-27,1	-82,4	-140,5

Calendrier :

Maxence Dhoury, Analyste Financier

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

Un pas de géant à l'international

Dans ce qui sera l'opération la plus structurante depuis Solucom/Kurt Salmon il y a 8 ans, Wavestone annonce l'acquisition, majoritairement en titres, de son partenaire allemand Q_PERIOR. Le nouvel ensemble sera un leader continental dans le conseil opérationnel avec la volonté réaffirmée de s'ancrer au UK et aux US à moyen-terme.

Un rapprochement qui paraît naturel

Wavestone a rappelé ces derniers mois que, si son focus M&A était aux US, il restait attentif à une opération structurante en Europe. Revenu à une situation de cash net depuis deux ans malgré le M&A ciblé, le cabinet a en effet le bilan pour cela. La notion de taille critique reste également plus que jamais pertinente à l'heure où certains concurrents ont multiplié les opérations et où les plus gros projets demandent des interventions pluridisciplinaires et sur plusieurs géographies. L'opération annoncée coche donc beaucoup de cases mais nous comprenons qu'elle est de toute façon arrivée presque naturellement. Les deux cabinets sont en effet partenaires depuis 2019, avec un volume d'affaires relativement limité du fait du peu d'overlap entre leurs clients respectifs, mais dans une collaboration que le management décrit comme extrêmement fluide et porteuse de succès sur les affaires adressées en commun. En synthèse, Q_PERIOR va apporter un ancrage sur la zone DACH (Allemagne 23% CA nouvel ensemble, Suisse 11%), un complément de compétences sectorielles (Assurance, Industrie, Logistique) et technologiques (SAP notamment).

Une opération dilutive sur la marge à court-terme...

Ce rapprochement amène 32% de salariés et 54% de CA supplémentaires. Q_PERIOR a en effet réalisé 285M€ de CA en 2022 pour une MOC cependant nettement inférieure (8,1% vs Wavestone 14,5%). À terme, l'objectif normatif va malgré tout rester une MOC de 15%. Aucune différence structurelle n'empêche vraisemblablement une convergence. Q_PERIOR semble avoir favorisé la croissance (+21% en 2022 dont organique largement >10%) à la rentabilité au cours des dernières années, quitte à recourir à beaucoup de sous-traitants (ce qui se voit dans le CA par salarié nettement plus important que chez Wavestone). L'amélioration de la rentabilité ne sera toutefois pas la priorité à court-terme, ce qui explique l'objectif prudent de 13% de MOC en 2024-25 (vs 12,4% pro-forma l'an dernier).

...mais une valorisation raisonnable et des intérêts alignés

La vision long-terme du management est appuyée par le paiement à près de 80% en titres (les actionnaires dirigeants/salariés de Q_PERIOR auront 18,9% du capital post-opération). La VE est annoncée à 330M€ mais sur la base d'une action Wavestone à 54€ qui correspond au TP du consensus. Sur la base du cours d'hier soir, elle est en réalité de 295M€, soit 1,0x le CA et 12,8x le ROC 2022, ratios qui monteront à 1,2x et 14,3x avec l'earn-out maximal.

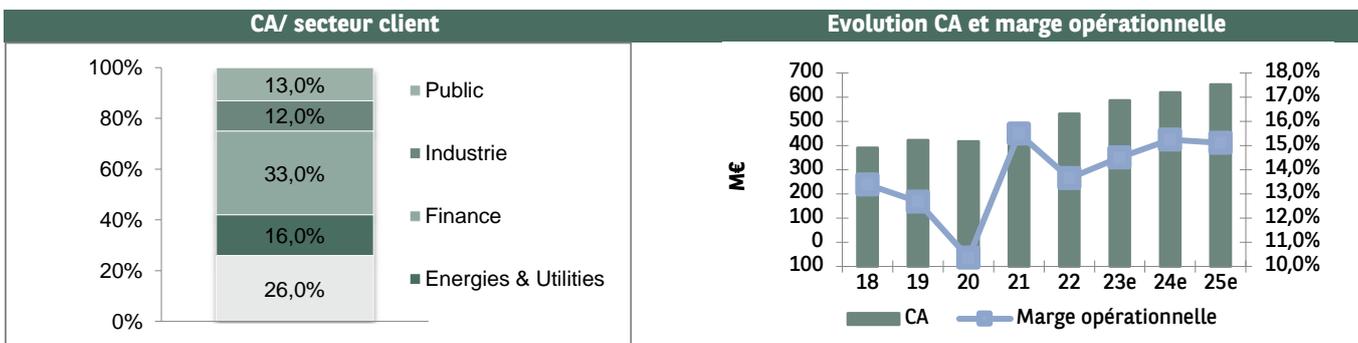
Il s'agit évidemment d'un pari compte-tenu de la taille de l'opération, de la conjoncture du secteur et de la récession crainte en Europe. L'historique de coopération réussie entre les deux cabinets et l'alignement de leurs intérêts incitent toutefois à l'optimisme sur la réussite à long-terme du projet, au-delà des aléas de court-terme. De plus, la valorisation nous semble raisonnable, ce qui devrait soutenir la création de valeur. Pascal Imbert et Karsten Höppner, dirigeants respectifs de Wavestone et Q_PERIOR, tiennent une [réunion Teams](#) de présentation ce jour à 14h.

WAVESTONE

Exploitation	18	19	20	21	22	23e	24e	25e
CA	391,5	422,0	417,6	470,1	532,3	587,4	619,7	652,4
var. n/n-1	8,8%	7,8%	-1,1%	12,6%	13,2%	10,4%	5,5%	5,3%
var. organique	5,0%	1,5%	-1,3%	10,0%	6,7%	7,7%	5,5%	5,3%
EBE	58,7	66,1	63,0	80,8	82,8	92,8	102,3	106,8
ROC	55,2	55,7	53,3	74,8	77,0	86,9	96,1	100,3
var. n/n-1	9,2%	0,8%	-4,4%	40,4%	3,0%	12,8%	10,6%	4,3%
ROP	52,4	53,5	43,3	72,8	72,7	85,2	94,4	98,6
RCAI	50,6	50,1	40,7	71,9	68,6	83,8	93,0	97,2
IS	-19,9	-19,0	-15,3	-20,9	-18,5	-22,2	-23,3	-24,3
RN Pdg publié	30,8	31,1	25,4	51,0	50,1	61,7	69,8	72,9
RN Pdg corrigé	32,2	32,1	26,3	52,1	51,2	62,3	70,4	73,6
var. n/n-1	14,3%	-0,2%	-18,1%	98,0%	-1,8%	21,8%	13,0%	4,4%
Imva CA 2020 / 2024e	10,4%							
Marge brute (%)	-	-	-	-	-	-	-	-
Marge opérationnelle (%)	13,4%	12,7%	10,4%	15,5%	13,7%	14,5%	15,2%	15,1%
Marge nette (%)	8,2%	7,6%	6,3%	11,1%	9,6%	10,6%	11,4%	11,3%
Taux IS (%)	39,2%	37,8%	37,6%	29,0%	27,0%	26,4%	25,0%	25,0%
Frais de personnel / CA (%)	67,2%	68,7%	74,3%	71,5%	70,1%	-	-	-
CA/effectif (K€)	138	130	126	134	136	-	-	-
var. n/n-1	-0,2%	-5,6%	-3,3%	6,3%	1,8%	-	-	-
Effectif moyen	2 840	3 242	3 316	3 512	3 907	-	-	-
var. n/n-1	9,0%	14,2%	2,3%	5,9%	11,2%	-	-	-

Bilan	18	19	20	21	22	23e	24e	25e
Fonds propres Pdg	150,8	177,1	206,1	257,0	299,1	350,2	407,7	467,1
Dettes financières nettes	38,7	29,1	-31,8	-60,3	-27,1	-82,4	-140,5	-195,4
Autres	10,8	45,8	39,5	27,2	22,1	22,1	22,1	22,1
Capitaux investis	200,3	252,1	213,7	223,9	294,0	289,8	289,3	293,8
immobilisations nettes	177,4	232,8	212,6	214,9	272,8	265,3	262,7	265,1
dont écarts d'acquisition	140,6	166,5	162,0	178,5	235,4	234,5	233,6	232,7
dont financières	9,6	13,5	14,9	10,7	12,8	12,8	12,8	12,8
BFR	32,5	32,8	15,9	19,7	34,1	37,4	39,4	41,5
Actif économique	200,3	252,1	213,7	223,9	294,0	289,8	289,3	293,8
Gearing (%)	25,7%	16,4%	-15,5%	-23,5%	-9,1%	-23,5%	-34,5%	-41,8%
BFR/CA (%)	8,3%	7,8%	3,8%	4,2%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%
Dettes financières nettes/EBE (x)	0,7	0,4	ns	ns	ns	ns	ns	ns
ROE (%)	20,4%	17,6%	12,3%	19,9%	16,7%	17,6%	17,1%	15,6%
ROACE (%) après IS normé	17,1%	14,9%	13,9%	23,8%	21,3%	21,7%	24,7%	25,6%

Financement	18	19	20	21	22	23e	24e	25e
Cash Flow	41,8	47,8	50,3	56,9	63,3	68,4	76,9	80,3
Variation BFR	-10,4	5,9	19,1	-1,7	-24,1	-3,3	-2,1	-2,1
Investissements industriels	-1,4	-10,1	-8,9	-8,3	-9,0	-8,8	-9,3	-9,8
% du CA	0,4%	2,4%	2,1%	1,8%	1,7%	1,5%	1,5%	1,5%
Cash Flow Libre	29,9	43,6	60,5	46,9	30,2	56,3	65,5	68,4
Cessions d'actifs	0,1	0,1	0,0	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	-21,9	-26,6	-0,1	-12,2	-49,2	9,6	4,8	0,0
Dividendes	-4,1	-4,6	0,0	-4,6	-7,6	-7,6	-9,3	-10,5
Augmentation de capital	-8,1	-3,5	0,1	-2,4	-6,4	-3,0	-3,0	-3,0
Autres	0,0	0,6	0,5	0,6	-0,4	0,0	0,0	0,0
Variation dettes financières nettes	4,1	-9,6	-61,0	-28,5	33,2	-55,3	-58,0	-55,0
Dettes financières nettes	38,7	29,1	-31,8	-60,3	-27,1	-82,4	-140,5	-195,4



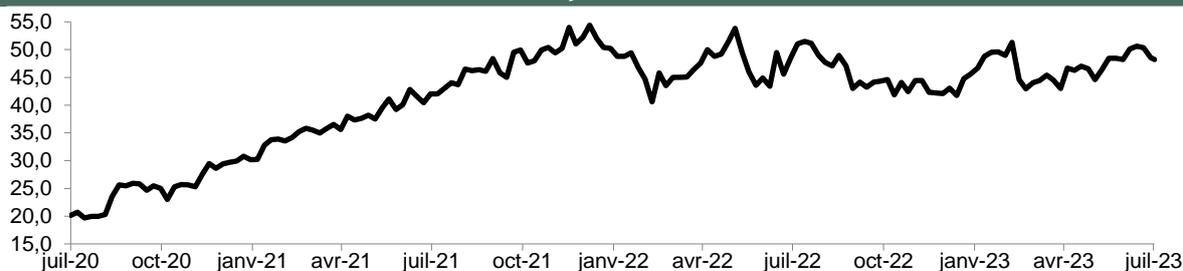
WAVESTONE

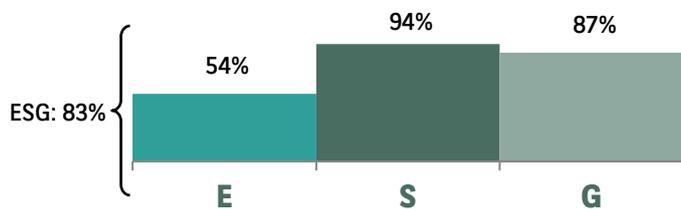
Données par action	18	19	20	21	22	23e	24e	25e
BNPA	1,49	1,51	1,23	2,48	2,45	3,02	3,42	3,57
var. n/n-1	14,3%	-0,2%	-18,1%	98,0%	-0,9%	21,8%	13,0%	4,4%
CFPA	2,0	2,3	2,4	2,8	3,1	3,4	3,8	3,9
ANPA	7,3	8,6	10,0	12,5	14,7	17,2	20,0	22,9
Dividende net (versé en n+1)	0,23	0,00	0,23	0,38	0,38	0,46	0,52	0,00
Payout (%)	14,5%	0,0%	17,9%	14,9%	15,1%	15,2%	15,2%	0,0%
Tmva BNPA 2020 / 2024e	28,2%							
Tmva CFPA 2020 / 2024e	11,5%							

Valorisation	18	19	20	21	22	23e	24e	25e
PER (x)	21,8	16,0	19,5	17,7	18,5	15,8	14,0	13,4
PCF (x)	16,7	10,8	10,2	16,2	14,9	14,4	12,8	12,2
PAN (x)	4,6	2,9	2,5	3,6	3,2	2,8	2,4	2,1
VE/CA (x)	1,9	1,3	1,1	1,8	1,7	1,5	1,3	1,2
VE/EBE (x)	12,4	8,1	7,5	10,5	11,0	9,6	8,1	7,3
VE/ROP (x)	13,8	10,0	10,9	11,6	12,5	10,5	8,8	7,9
Free Cash Flow Yield (%)	4,3%	8,5%	11,8%	5,1%	3,2%	5,7%	6,7%	7,0%
Rendement (%)	0,6%	0,9%	0,0%	0,5%	0,8%	0,8%	1,0%	1,1%
Capitalisation (M€)	686,9	504,8	503,8	905,1	935,9	973,5	973,5	973,5
Valeur d'Entreprise (VE)	725,6	534,0	472,0	844,8	908,8	891,0	833,0	778,0
Cours de référence (€)	34,0	25,0	24,9	44,8	46,3	48,2	48,2	48,2
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	20,406	20,406	20,406	20,406
% 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	18	19	20	21	22	25
CA T1	95,9	98,3	94,4	115,2	122,0	-
CA T2	86,7	96,2	92,4	102,6	115,1	-
CA S1	182,6	194,5	186,8	217,8	237,1	-
ROP S1	18,5	18,6	13,5	30,1	25,7	-
RN pdg corrigé S1	11,4	9,7	7,4	21,2	18,4	-
Marge opérationnelle S1	10,1%	9,6%	7,2%	13,8%	10,8%	-
Marge nette S1	6,2%	5,0%	3,9%	9,7%	7,8%	-
CA T3	102,2	112,7	111,8	122,3	139,1	-
CA T4	106,8	114,9	119,0	129,9	156,0	-
CA S2	209,0	227,6	230,8	252,2	295,2	-
ROP S2	34,0	34,9	29,7	42,7	47,0	-
RN pdg corrigé S2	20,8	22,4	18,9	30,9	32,7	-
Marge opérationnelle S2	16,2%	15,3%	12,9%	16,9%	15,9%	-
Marge nette S2	9,9%	9,8%	8,2%	12,2%	11,1%	-
Taux de croissance (n/n-1)						
CA T1	12,3%	2,5%	-4,0%	22,0%	5,9%	-
CA T2	6,8%	11,0%	-4,0%	11,0%	12,2%	-
CA T3	7,6%	10,3%	-0,8%	9,4%	13,7%	-
CA T4	8,5%	7,6%	3,6%	9,2%	20,1%	-
CA S1	9,6%	6,5%	-3,9%	16,6%	8,8%	-
CA S2	8,1%	8,9%	1,4%	9,3%	17,0%	-
ROP S1	21,6%	0,9%	-27,5%	+ / + +	-14,8%	-
ROP S2	7,6%	2,7%	-14,7%	43,5%	10,2%	-

Historique de cours





WAVESTONE

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

Mentions obligatoires

Recommandations boursières

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Le tableau ci-dessous reflète l'historique des 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
28/04/2023 8:30	Maxence Dhoury	52,50€	46,65€	Conserver	Acheter
09/03/2023 8:30	Maxence Dhoury	52,00€	45,00€	Acheter	Conserver
31/01/2023 8:30	Maxence Dhoury	56,00€	48,20€	Renforcer	Acheter

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. Document de recherche produit conformément à la Charte de Bonnes Pratiques sur la recherche sponsorisée. Analyse payée partiellement par l'émetteur, diffusion réservée;
7. Portzamparc a été rémunéré par cet émetteur en échange de la fourniture de services d'investissement ou des services en conseil financier au cours des douze derniers mois;
8. L'auteur de cette étude ou une personne qui aurait aidé à l'élaboration de cette étude (ou un membre de son foyer), ou encore une personne qui, malgré sa non-implication dans l'élaboration de cette étude avait ou pouvait raisonnablement avoir accès aux éléments substantiels de cette étude avant sa diffusion détient une position nette ou courte supérieure à 0,5% du capital de cet émetteur
9. La recommandation présentée dans ce document a été divulguée à l'émetteur avant sa publication et diffusion et a été subséquemment modifiée préalablement à sa diffusion

Détail des conflits d'intérêts potentiels BNP PARIBAS

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

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

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