



6 décembre 2022

Cours : 44,55€

Objectif : 53,50€

RENFORCER (2)

Opinion inchangée

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

Cours au 05/12/2022

Résultats S1 – Contact + Réunion

Vers un soft landing de la demande ?

Le ralentissement attendu commence à être perceptible par le groupe. A ce stade, il ne s'annonce pas brutal et généralisé, ce qui conforte Wavestone dans ses ambitions de croissance.

MOC S1 en recul mais en haut de ce qui était attendu

La MOC S1 est une relative bonne surprise par rapport à la guidance de -12% même si elle s'affiche sans surprise en recul assez marqué : 12,5% -210bp. Celui-ci s'explique essentiellement par la reprise des dépenses qui étaient encore comprimées l'an dernier suite aux conséquences du covid. Malgré le retrait du taux d'activité (sur une base de comparaison intenable), le cumul salaires + sous-traitance diminue même de 70bp à 75,5% du CA, mais les charges externes progressent de 3pts à 9,6% du CA avec la volonté d'alimenter la croissance (recrutements, animation interne, etc).

Rappelons que la saisonnalité classique de la rentabilité devrait revenir cette année (rentabilité S2 > S1, avec une MOC annuelle qui était en moyenne 2,8pts plus élevée que celle du S1 sur les cinq années pré-covid). La base nous apparaît donc saine avec une accélération attendue de la croissance organique au S2 (x2 environ par rapport aux 4% du S1) et surtout l'absence de dégradation du ratio prix/salaires, visible au S1 mais également projetée par le cabinet pour le S2.

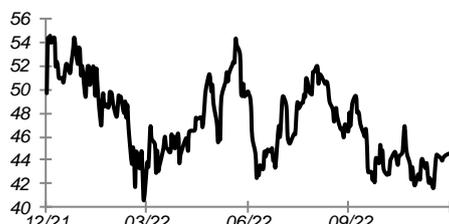
Guidance sans surprise, ralentissement visible mais non généralisé

Les guidances mises à jour sont sans surprise et ne font qu'intégrer les deux acquisitions réalisées cet été au UK. Le CA visé cette année passe ainsi de >505M€ à >525M€ (PZP 531M€) mais toujours avec une croissance organique de 6-7%e tandis que la MOC cible reste à ~15%. Le groupe précise par contre qu'il attend un cash net de 30-35M€ fin mars (vs PZP 38M€ avant cette publication), ce qui témoigne d'une légère dégradation du DSO, à rapprocher selon nous du contexte (fin des taux négatifs + incertitudes fortes).

En se projetant sur les prochains mois, Wavestone souligne un début de ralentissement de la demande, ce qui ne surprendra probablement personne. Suffisamment de clients s'annoncent toutefois résilients, notamment dans leur propension à lancer des projets structurants, en particulier dans l'énergie, la banque et le luxe. A ce stade, ce ralentissement s'annonce donc suffisamment contenu pour que le cabinet maintienne à la fois ses ambitions de croissance (rythme élevé de recrutement, poursuite de la recherche d'acquisitions aux US) et de rentabilité. Pour rappel, ~15% de MOC est considéré comme la norme dans le plan 2025, ce qui nous semble tout à fait réaliste hormis sur l'an prochain où nous attendons toujours ponctuellement moins (cumul du ralentissement économique et d'un effet calendaire très négatif).

Cela n'est pas notre scénario à ce stade mais notons qu'en cas de ralentissement finalement plus brutal, le management priorisera selon nous la croissance plutôt que le maintien à tout prix de sa rentabilité à court-terme.

Nous maintenons notre recommandation Renforcer (2) avec un objectif relevé de 52,8€ à 53,5€ (hypothèses un peu plus prudentes sur le BFR mais hausse des comparables).



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€) 899,8
Flottant (%) 35,9%
Nbre de Titres (Mio) 20,196
Date de clôture 31-Mar

	21	22e	23e
PER	17,7	16,8	16,0
PCF	16,2	15,2	14,5
VE/CA	1,8	1,6	1,5
VE/ROP	11,6	11,4	10,6
PAN	3,6	3,1	2,7
Rendement	0,5%	0,8%	0,9%
Free Cash Flow Yield	5,1%	4,4%	5,8%
ROACE	23,8%	22,3%	19,6%

CA	470,1	531,4	566,9
CA précédent	470,1	531,4	572,5
var. n/n-1	12,6%	13,1%	6,7%
EBE	80,8	86,7	85,7
ROC	74,8	81,4	80,1
% CA	15,9%	15,3%	14,1%
ROP	72,8	75,9	78,8
% CA	15,5%	14,3%	13,9%
RN Pdg publié	51,0	53,6	56,9
% CA	10,9%	10,1%	10,0%

BNPA	2,48	2,60	2,76
BNPA précédent	2,48	2,61	2,85
var. n/n-1	101,1%	5,1%	6,1%
BNPA Cor	2,53	2,66	2,78
ANPA	12,5	14,4	16,6
Dividende net	0,38	0,40	0,42

DFN	-60,3	-31,6	-64,6
-----	-------	-------	-------

Calendrier :

Chiffre d'affaires T3 le 30 Janvier

Maxence Dhoury, Analyste Financier

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

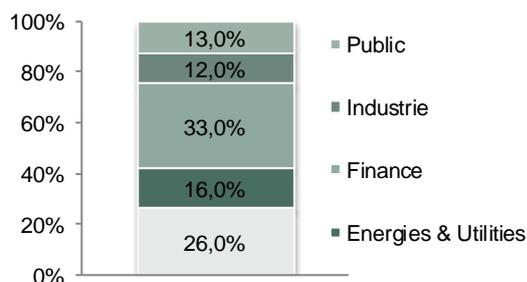
WAVESTONE

Exploitation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
CA	359.9	391.5	422.0	417.6	470.1	531.4	566.9	603.8
var. n/n-1	6.3%	8.8%	7.8%	-1.1%	12.6%	13.1%	6.7%	6.5%
var. organique	6.3%	5.0%	1.5%	-1.3%	10.0%	6.5%	3.6%	6.5%
EBE	51.0	58.7	66.1	63.0	80.8	86.7	85.7	97.0
ROC	50.6	55.2	55.7	53.3	74.8	81.4	80.1	90.9
var. n/n-1	30.7%	9.2%	0.8%	-4.4%	40.4%	8.8%	-1.7%	13.6%
ROP	46.8	52.4	53.5	43.3	72.8	75.9	78.8	89.6
RCAI	43.9	50.6	50.1	40.7	71.9	74.4	77.4	88.2
IS	-17.3	-19.9	-19.0	-15.3	-20.9	-20.8	-20.5	-22.1
RN Pdg publié	26.6	30.8	31.1	25.4	51.0	53.6	56.9	66.2
RN Pdg corrigé	28.1	32.2	32.1	26.3	52.1	54.7	57.3	66.5
var. n/n-1	30.5%	14.3%	-0.2%	-18.1%	98.0%	5.0%	4.7%	16.2%
Imva CA 2019 / 2023e	7.1%							
Marge brute (%)	-	-	-	-	-	-	-	-
Marge opérationnelle (%)	13.0%	13.4%	12.7%	10.4%	15.5%	14.3%	13.9%	14.8%
Marge nette (%)	7.8%	8.2%	7.6%	6.3%	11.1%	10.3%	10.1%	11.0%
Taux IS (%)	39.4%	39.2%	37.8%	37.6%	29.0%	27.9%	26.5%	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%	-	-	-

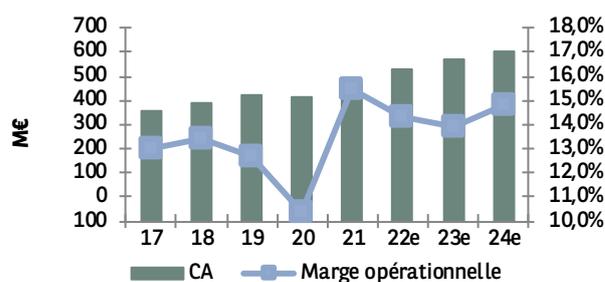
Bilan	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	130.2	150.8	177.1	206.1	257.0	296.0	341.9	396.5
Dettes financières nettes	34.6	38.7	29.1	-31.8	-60.3	-31.6	-64.6	-110.7
Autres	10.2	10.8	45.8	39.5	27.2	27.2	27.2	27.2
Capitaux investis	175.1	200.3	252.1	213.7	223.9	291.6	304.5	313.0
Immobilisations nettes	157.1	177.4	232.8	212.6	214.9	270.2	281.0	287.3
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	32.1	34.2	36.4
Actif économique	175.1	200.3	252.1	213.7	223.9	291.6	304.5	313.0
Gearing (%)	26.6%	25.7%	16.4%	-15.5%	-23.5%	-10.7%	-18.9%	-27.9%
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%	18.1%	16.6%	16.7%
ROACE (%) après IS normé	16.9%	17.1%	14.9%	13.9%	23.8%	22.3%	19.6%	22.0%

Financement	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	31.4	41.8	47.8	50.3	56.9	60.4	63.1	72.7
Variation BFR	-2.8	-10.4	5.9	19.1	-1.7	-12.3	-2.1	-2.2
Investissements industriels	-2.7	-1.4	-10.1	-8.9	-8.3	-8.0	-7.9	-7.8
% 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	40.1	53.0	62.6
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	-8.0	-8.5
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	28.7	-32.9	-46.1
Dettes financières nettes	34.6	38.7	29.1	-31.8	-60.3	-31.6	-64.6	-110.7

CA/ secteur client



Evolution CA et marge opérationnelle



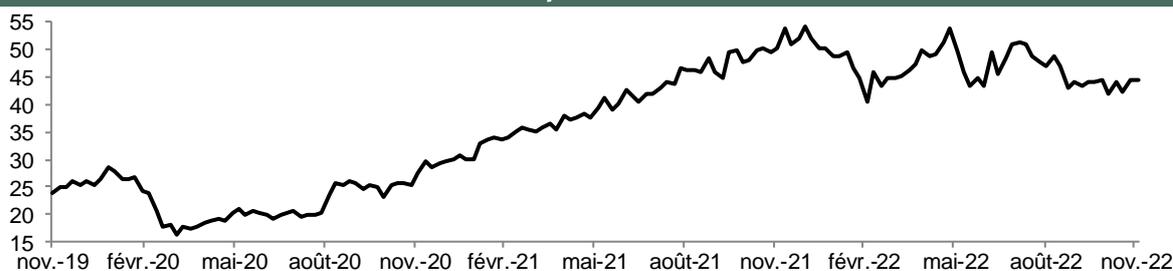
WAVESTONE

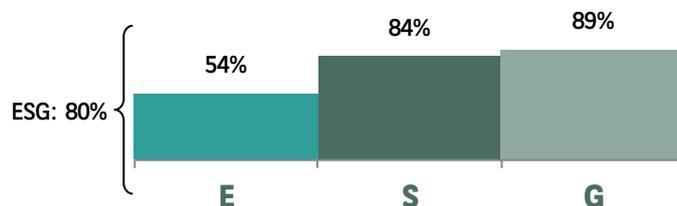
Données par action	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
BNPA	1.29	1.49	1.51	1.23	2.48	2.60	2.76	3.21
var. n/n-1	-68.9%	14.3%	-0.2%	-18.1%	98.0%	5.0%	4.7%	16.2%
CFPA	1.5	2.0	2.3	2.4	2.8	2.9	3.1	3.5
ANPA	6.3	7.3	8.6	10.0	12.5	14.4	16.6	19.3
Dividende net (versé en n+1)	0.20	0.23	0.00	0.23	0.38	0.40	0.42	0.49
Payout (%)	14.7%	14.5%	0.0%	17.9%	14.9%	15.0%	15.2%	15.3%
Tmva BNPA 2019 / 2023e	15.6%							
Tmva CFPA 2019 / 2023e	7.2%							

Valorisation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
PER (x)	20.4	21.8	16.0	19.5	17.7	16.8	16.0	13.8
PCF (x)	18.3	16.7	10.8	10.2	16.2	15.2	14.5	12.6
PAN (x)	4.4	4.6	2.9	2.5	3.6	3.1	2.7	2.3
VE/CA (x)	1.7	1.9	1.3	1.1	1.8	1.6	1.5	1.3
VE/EBE (x)	11.7	12.4	8.1	7.5	10.5	10.0	9.7	8.1
VE/ROP (x)	12.8	13.8	10.0	10.9	11.6	11.4	10.6	8.8
Free Cash Flow Yield (%)	4.5%	4.3%	8.5%	11.8%	5.1%	4.4%	5.8%	6.8%
Rendement (%)	2.2%	0.6%	0.9%	0.0%	0.5%	0.8%	0.9%	1.0%
Capitalisation (M€)	562.7	686.9	504.8	503.8	905.1	899.8	899.8	899.8
Valeur d'Entreprise (VE)	597.4	725.6	534.0	472.0	844.8	868.1	835.2	789.1
Cours de référence (€)	27.9	34.0	25.0	24.9	44.8	44.6	44.6	44.6
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	-	-
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%	-	-
<i>Taux de croissance (n/n-1)</i>							
CA T1	-3.4%	12.3%	2.5%	-4.0%	22.0%	5.9%	-
CA T2	10.2%	6.8%	11.0%	-4.0%	11.0%	12.2%	-
CA T3	10.3%	7.6%	10.3%	-0.8%	9.4%	-	-
CA T4	8.6%	8.5%	7.6%	3.6%	9.2%	-	-
CA S1	2.8%	9.6%	6.5%	-3.9%	16.6%	8.8%	-
CA S2	9.4%	8.1%	8.9%	1.4%	9.3%	-	-
ROP S1	-0.1%	21.6%	0.9%	-27.5%	+ / ++	-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	
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2020	2021	2022	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 composants le conseil d'administration	7	7	9	
<i>dont indépendants</i>	4	4	6	
<i>dont femmes</i>	2	2	4	
Administrateur représentant les salariés au CA	Oui	Oui	Oui	
Assiduité des membres du CA	100%	98%	97%	
Comité d'audit	Oui	Oui	Oui	
Comité des risques	Oui	Oui	Oui	Rôle endossé par le comité d'audit + comité mensuel de pilotage des risques
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	Oui	Oui	Oui	
Comité RSE	Oui	Oui	Oui	Renforcé à partir de 2022-23
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
13/04/2022 8:30	Maxence Dhoury	49.50€	44.80€	Conserver	Renforcer

Détail des conflits d'intérêts potentiels PORTZAMPARC

<i>Société</i>	<i>Détail des conflits d'intérêts potentiels</i>
Wavestone	5,6

1. Portzamparc possède ou contrôle 5 % ou plus du capital en actions émises par cet émetteur;
2. Cet émetteur, ou ses actionnaires principaux, possèdent ou contrôlent, directement ou indirectement, 5% ou plus du capital en actions émises 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