



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

WAVESTONE

ESN _ Conseil en technologie

30 avril 2025

Cours : 44,75€

Objectif : 61,10€

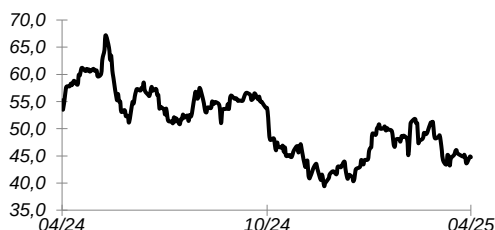
ACHETER (1)

Opinion inchangée

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

Cours au 29/04/2025

Chiffre d'affaires T4 + Confcall



Source : FactSet Research

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

Capitalisation (M€)	1 114,7
Flottant (%)	32,9%
Nbre de Titres (Mio)	24,910
Date de clôture	31-Mar

	23	24e	25e
PER	20,3	13,2	12,8
PCF	16,3	11,4	11,1
VE/CA	1,8	1,2	1,1
VE/ROP	15,0	10,4	9,6
PAN	2,2	1,8	1,6
Rendement	0,7%	0,8%	1,0%
Free Cash Flow Yield	5,7%	6,0%	7,3%
ROACE	15,4%	12,1%	11,9%

CA	701,1	943,7	960,1
CA précédent	701,1	944,8	966,0
var. n/n-1	31,7%	34,6%	1,7%
EBE	109,4	130,0	133,0
ROC	101,3	117,7	120,5
% CA	14,5%	12,5%	12,6%
ROP	85,8	108,2	111,0
% CA	12,2%	11,5%	11,6%
RN Pdg publié	58,2	74,8	76,9
% CA	8,3%	7,9%	8,0%

BNPA	2,37	3,04	3,13
BNPA précédent	2,37	3,06	3,25
var. n/n-1	-5,7%	28,4%	2,9%
BNPA Cor	2,52	3,39	3,48
ANPA	23,2	25,5	27,9
Dividende net	0,38	0,46	0,47
DFN	-19,3	-24,2	-86,0

Calendrier :
Résultats FY le 2 Juin

Maxence Dhoury, Analyste Financier

+33 (0)1 87 74 18 49
maxence.dhoury@bnpparibas.com

Message prudent mais loin d'être alarmiste

Le T4 est en ligne, les guidances confirmées et le message sur les perspectives sans (mauvaise) surprise.

CA T4 : 245,3M€ -1% vs PZP 246,4M€ -1%

Le T4 est parfaitement conforme aux attentes et aboutit à un CA FY stable en pro-forma. Au niveau des indicateurs, nous relevons 1/ des prix stables à pc, ce qui confirme qu'il y a beaucoup d'inertie sur cet indicateur malgré la pression ressentie depuis plusieurs trimestres, 2/ un carnet de commandes en baisse (-0,3 mois vs fin T3 dont -0,5 sur le périmètre historique) mais qui reste à un niveau convenable (4,2 mois dont 3,6 sur le périmètre historique), a fortiori lorsque l'on considère le contexte actuel. Notons que le périmètre US demeure le plus dynamique malgré l'incertitude qui y règne.

Perspectives sans surprise

Pour 2024/25, le groupe confirme la guidance de 12,5% de MOC et le retour à une situation de cash net, probablement >20M€. Pour l'exercice en cours, le management considère qu'il est trop tôt pour se projeter compte-tenu de l'incertitude ambiante mais nous relevons qu'il 1/ se met tout de même en capacité de croître avec un effet embarqué sur les FTE >2%, 2/ se prépare le cas échéant à activer des économies, comme l'an dernier, 3/ regarde des opportunités M&A mais de manière plus sélective encore qu'à l'accoutumée et 4/ perçoit déjà de premiers effets du plan de relance allemand (pas encore de retombées concrètes mais clients plus optimistes).

Un point d'entrée selon nous

La macroéconomie et la géopolitique continuent de limiter la visibilité sur un rebond du secteur. Pour autant, les cours actuels nous semblent une opportunité. À 8,8x VE/ROC pour l'exercice en cours, la valorisation se situe >20% sous la moyenne de long-terme (11x) alors que le profil est meilleur aujourd'hui (plus international, plus diversifié en termes de pratiques, et backlog plus long).

Certes, la panne de croissance risque de durer encore quelques trimestres mais elle ne sera pas éternelle sachant que les drivers ne manquent pas pour Wavestone (IA, cyber, SAP, etc.) Sur la base de 2025/26 (PZP MOC 12,6%), il y a de plus des leviers clairement identifiés : internalisation de l'excès de sous-traitance chez l'ex-Q_PERIOR et normalisation du taux d'activité, actuellement c.2pts sous le normatif. Ces deux effets permettront selon nous de retrouver la MOC cible de 15% tout en absorbant d'autres effets négatifs (M&A dilutif à court-terme, éventuelle pression sur les prix, etc.).

La dégradation du contexte nous pousse à un peu plus de prudence (MOC 2025/26 +10bp vs +40bp précédemment) mais nous continuons de penser que le cabinet est outillé pour naviguer dans ces temps compliqués. Nous confirmons notre recommandation Acheter (1) avec un objectif abaissé de 63,6 à 61,1€.

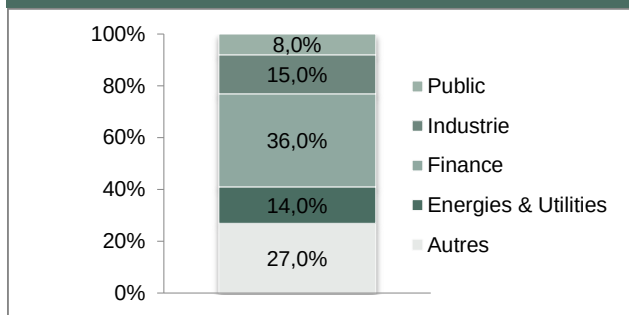
WAVESTONE

Exploitation	19	20	21	22	23	24e	25e	26e
CA	422,0	417,6	470,1	532,3	701,1	943,7	960,1	1 018,4
var. n/n-1	7,8%	-1,1%	12,6%	13,2%	31,7%	34,6%	1,7%	6,1%
var. organique	1,5%	-1,3%	10,0%	6,7%	8,7%	0,7%	1,7%	6,1%
EBE	66,1	63,0	80,8	82,8	109,4	130,0	133,0	149,7
ROC	55,7	53,3	74,8	77,0	101,3	117,7	120,5	136,4
var. n/n-1	0,8%	-4,4%	40,4%	3,0%	31,5%	16,2%	2,4%	13,2%
ROP	53,5	43,3	72,8	72,7	85,8	108,2	111,0	126,9
RCAI	50,1	40,7	71,9	68,6	81,3	105,8	109,0	124,9
IS	-19,0	-15,3	-20,9	-18,5	-22,7	-30,2	-31,1	-35,6
RN Pdg publié	31,1	25,4	51,0	50,1	58,2	74,8	76,9	88,2
RN Pdg corrigé	32,7	26,9	52,5	51,6	62,0	83,5	85,6	96,9
var. n/n-1	-1,1%	-17,8%	95,5%	-1,8%	20,3%	34,6%	2,6%	13,2%
Imva CA 2021 / 2025e	19,5%							
Marge brute (%)	-	-	-	-	-	-	-	-
Marge opérationnelle (%)	12,7%	10,4%	15,5%	13,7%	12,2%	11,5%	11,6%	12,5%
Marge nette (%)	7,7%	6,4%	11,2%	9,7%	8,8%	8,8%	8,9%	9,5%
Taux IS (%)	37,8%	37,6%	29,0%	27,0%	27,9%	28,5%	28,5%	28,5%
Frais de personnel / CA (%)	68,7%	74,3%	71,5%	70,1%	66,4%	-	-	-
CA/effectif (K€)	130	126	134	136	146	-	-	-
var. n/n-1	-5,6%	-3,3%	6,3%	1,8%	7,3%	-	-	-
Effectif moyen	3 242	3 316	3 512	3 907	4 797	-	-	-
var. n/n-1	14,2%	2,3%	5,9%	11,2%	22,8%	-	-	-

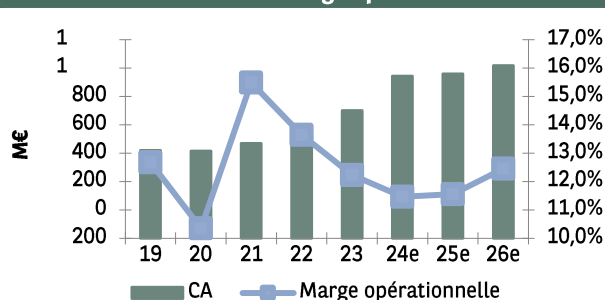
Bilan	19	20	21	22	23	24e	25e	26e
Fonds propres Pdg	177,1	206,1	257,0	299,1	569,5	627,9	686,6	756,3
Dettes financières nettes	29,1	-31,8	-60,3	-27,1	-19,3	-24,2	-86,0	-148,0
Autres	45,8	39,5	27,2	22,1	66,5	66,5	66,5	66,5
Capitaux investis	252,1	213,7	223,9	294,0	618,6	673,0	671,0	679,8
Immobilisations nettes	232,8	212,6	214,9	272,8	633,7	671,9	664,1	666,6
dont écarts d'acquisition	166,5	162,0	178,5	235,4	507,9	499,2	490,5	481,7
dont financières	13,5	14,9	10,7	12,8	15,4	15,4	15,4	15,4
BFR	32,8	15,9	19,7	34,1	0,3	16,5	22,2	28,6
Actif économique	252,1	213,7	223,9	294,0	618,6	673,0	671,0	679,8
Gearing (%)	16,4%	-15,5%	-23,5%	-9,1%	-3,4%	-3,8%	-12,5%	-19,4%
BFR/CA (%)	7,8%	3,8%	4,2%	6,4%	0,0%	1,8%	2,3%	2,8%
Dettes financières nettes/EBE (x)	0,4	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
ROE (%)	17,6%	12,3%	19,9%	16,7%	10,2%	11,9%	11,2%	11,7%
ROACE (%) après IS normé	14,9%	13,9%	23,8%	21,3%	15,4%	12,1%	11,9%	13,5%

Financement	19	20	21	22	23	24e	25e	26e
Cash Flow	47,8	50,3	56,9	63,3	77,1	96,6	99,1	111,3
Variation BFR	5,9	19,1	-1,7	-24,1	4,0	-16,2	-5,7	-6,3
Investissements industriels	-10,1	-8,9	-8,3	-9,0	-9,7	-14,2	-13,4	-24,4
% du CA	2,4%	2,1%	1,8%	1,7%	1,4%	1,5%	1,4%	2,4%
Cash Flow Libre	43,6	60,5	46,9	30,2	71,3	66,3	80,0	80,5
Cessions d'actifs	0,1	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	-26,6	-0,1	-12,2	-49,2	-66,0	-45,0	0,0	0,0
Dividendes	-4,6	0,0	-4,6	-7,6	-7,6	-9,3	-11,2	-11,5
Augmentation de capital	-3,5	0,1	-2,4	-6,4	-5,9	-7,0	-7,0	-7,0
Autres	0,6	0,5	0,6	-0,4	0,2	0,0	0,0	0,0
Variation dettes financières nettes	-9,6	-61,0	-28,5	33,2	7,9	-5,0	-61,8	-62,0
Dettes financières nettes	29,1	-31,8	-60,3	-27,1	-19,3	-24,2	-86,0	-148,0

CA/ secteur client



Evolution CA et marge opérationnelle



WAVESTONE

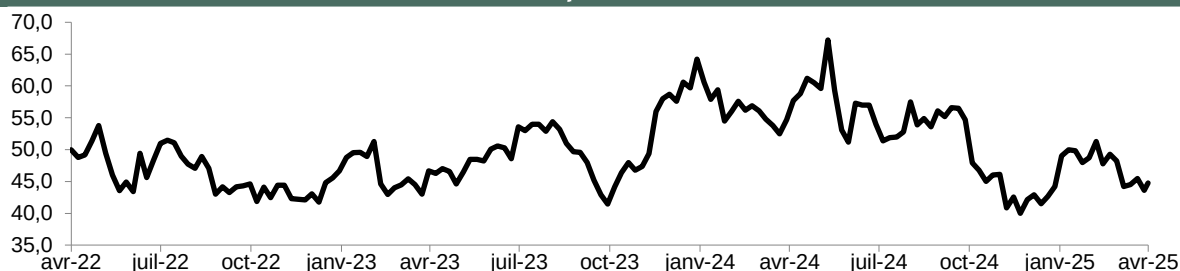
Données par action	19	20	21	22	23	24e	25e	26e
BNPA	1,55	1,26	2,53	2,51	2,37	3,04	3,13	3,59
var. n/n-1	-1,1%	-17,8%	95,5%	-0,9%	-2,4%	34,6%	2,6%	13,2%
CFPA	2,4	2,5	2,8	3,2	3,1	3,9	4,0	4,5
ANPA	8,8	10,2	12,8	15,0	23,2	25,5	27,9	30,8
Dividende net (versé en n+1)	0,00	0,23	0,38	0,38	0,38	0,46	0,47	0,54
Payout (%)	0,0%	17,2%	14,5%	14,7%	15,0%	13,4%	13,5%	13,7%
Tmva BNPA 2021 / 2025e	7,5%							
Tmva CFPA 2021 / 2025e	9,3%							

Valorisation	19	20	21	22	23	24e	25e	26e
PER (x)	15,4	18,7	17,2	17,9	20,3	13,2	12,8	11,4
PCF (x)	10,5	10,0	15,9	14,6	16,3	11,4	11,1	9,9
PAN (x)	2,8	2,4	3,5	3,1	2,2	1,8	1,6	1,5
VE/CA (x)	1,3	1,2	1,8	1,7	1,8	1,2	1,1	1,0
VE/EBE (x)	8,4	7,9	10,7	11,2	11,7	8,6	8,0	6,7
VE/ROP (x)	10,4	11,5	11,9	12,8	15,0	10,4	9,6	7,9
Free Cash Flow Yield (%)	8,7%	12,0%	5,2%	3,3%	5,7%	6,0%	7,3%	7,3%
Rendement (%)	0,9%	0,0%	0,5%	0,8%	0,7%	0,8%	1,0%	1,0%
Capitalisation (M€)	504,8	503,8	905,1	935,9	1 273,4	1 114,7	1 114,7	1 114,7
Valeur d'Entreprise (VE)	554,6	495,9	864,3	926,9	1 285,9	1 123,2	1 062,4	1 001,5
Cours de référence (€)	25,0	24,9	44,8	46,3	51,1	44,8	44,8	44,8
Nb de titres (Mio)	20,196	20,196	20,196	20,196	24,906	24,910	24,910	24,910
Nb de titres corrigé (Mio)	20,137	20,137	20,137	19,952	24,586	24,589	24,589	24,589
% de la dilution	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Date d'introduction	14/03/2001							
Cours d'introduction ajusté	2,6 €							

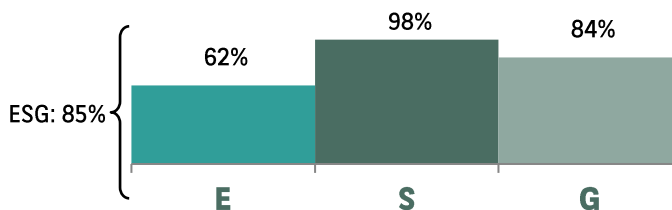
Données intermédiaires	19	20	21	22	23	24
CA T1	98,3	94,4	115,2	122,0	143,3	232,4
CA T2	96,2	92,4	102,6	115,1	133,4	225,4
CA S1	194,5	186,8	217,8	237,1	276,7	457,8
ROP S1	18,6	13,5	30,1	25,7	33,2	41,6
RN pdg corrigé S1	9,7	7,4	21,2	18,4	23,5	30,3
Marge opérationnelle S1	9,6%	7,2%	13,8%	10,8%	12,0%	9,1%
Marge nette S1	5,0%	3,9%	9,7%	7,8%	8,5%	6,6%
CA T3	112,7	111,8	122,3	139,1	175,6	240,6
CA T4	114,9	119,0	129,9	156,0	248,8	245,3
CA S2	227,6	230,8	252,2	295,2	424,4	485,9
ROP S2	34,9	29,7	42,7	47,0	52,6	-
RN pdg corrigé S2	22,4	18,9	30,9	32,7	37,4	-
Marge opérationnelle S2	15,3%	12,9%	16,9%	15,9%	12,4%	-
Marge nette S2	9,8%	8,2%	12,2%	11,1%	8,8%	-

Taux de croissance (n/n-1)						
CA T1	2,5%	-4,0%	22,0%	5,9%	17,5%	62,2%
CA T2	11,0%	-4,0%	11,0%	12,2%	15,9%	69,0%
CA T3	10,3%	-0,8%	9,4%	13,7%	26,2%	37,0%
CA T4	7,6%	3,6%	9,2%	20,1%	59,5%	-1,4%
CA S1	6,5%	-3,9%	16,6%	8,8%	16,7%	65,5%
CA S2	8,9%	1,4%	9,3%	17,0%	43,8%	14,5%
ROP S1	0,9%	-27,5%	+ / ++	-14,8%	29,4%	25,2%
ROP S2	2,7%	-14,7%	43,5%	10,2%	11,8%	-

Historique de cours



Taxonomie	CA	Opex	Capex
Eligible	0%	n.a.	83%
Aligné	0%	n.a.	64%



WAVESTONE

Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2021	2022	2023	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	1,2	0,6	0,4	
Objectifs CO2 validés SBTi	Non	Oui	Oui	Trajectoire carbone approuvée par SBTi en 2022-23, objectifs à horizon 2026 et 2050
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%	43%	43%	
Index égalité salariale femmes / hommes	87	82	87	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	Oui	Oui	Oui	
Part des personnes en situation de handicap	0,9%	1,1%	1,0%	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	69%	72%	78%	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	18%	16%	14%	
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)	1 645	1 575	1 516	
Taux d'absentéisme	2,3%	2,4%	2,8%	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	1	0	1	
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	Non	Non	
Nombre de membres composant le conseil d'administration	9	12	14	
dont indépendants	6	5	6	
dont femmes	4	5	6	
Administrateur représentant les salariés au CA	Oui	Oui	Oui	
Assiduité des membres du CA	97%	98%	96%	
Comité d'audit	Oui	Oui	Oui	
Comité des risques	Oui	Oui	Oui	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	Oui	Oui	Oui	
Comité RSE	Oui	Oui	Oui	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	Oui	Oui	Oui	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	61%	68%	70%	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)	16	5,2	5,1	
PARTIES PRENANTES EXTERNES	2021	2022	2023	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	Non	Oui	Oui	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	Oui	Oui	Oui	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	95%	95%	85%	

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%

ALLEGGER (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 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	Recommandation
31 Jan 25 - 11:07:44	Maxence Dhoury	63,6	46,6	Acheter
31 Jan 25 - 10:08:48	Maxence Dhoury	63,6	46,6	Acheter
31 Jan 25 - 08:57:33	Maxence Dhoury	63,6	46,6	Acheter
31 Jan 25 - 08:57:07	Maxence Dhoury	63,6	46,6	Acheter
05 Dec 24 - 17:03:20	Maxence Dhoury	64,2	44,1	Acheter
05 Dec 24 - 16:40:50	Maxence Dhoury	64,2	44,1	Acheter
05 Dec 24 - 09:47:26	Maxence Dhoury	64,2	44,1	Acheter
05 Dec 24 - 09:03:36	Maxence Dhoury	64,2	44,1	Acheter
31 Oct 24 - 10:03:59	Maxence Dhoury	71	52	Acheter
31 Oct 24 - 09:37:20	Maxence Dhoury	66,5	52	Acheter
31 Oct 24 - 09:22:07	Maxence Dhoury	71	52	Acheter
31 Oct 24 - 09:01:49	Maxence Dhoury	66,5	52	Acheter
25 Jul 24 - 10:00:09	Maxence Dhoury	71	56,2	Acheter
25 Jul 24 - 08:45:23	Maxence Dhoury	71	56,2	Acheter
25 Jul 24 - 08:27:08	Maxence Dhoury	71	56,2	Acheter
25 Jul 24 - 07:51:45	Maxence Dhoury	71	56,2	Acheter
14 Jun 24 - 12:23:48	Maxence Dhoury	70,8	60,7	Acheter
14 Jun 24 - 07:59:31	Maxence Dhoury	70,8	60,7	Acheter
04 Jun 24 - 10:13:46	Maxence Dhoury	73,9	60,1	Acheter
04 Jun 24 - 09:35:02	Maxence Dhoury	73,9	60,1	Acheter
04 Jun 24 - 08:28:41	Maxence Dhoury	73,9	60,1	Acheter
04 Jun 24 - 08:14:59	Maxence Dhoury	73,9	60,1	Acheter
29 May 24 - 15:50:35	Maxence Dhoury	72,1	60,7	Acheter
29 May 24 - 09:18:44	Maxence Dhoury	72,1	60,7	Acheter
30 Apr 24 - 11:26:45	Maxence Dhoury	72,1	55,2	Acheter
30 Apr 24 - 11:02:24	Maxence Dhoury	72,1	55,2	Acheter
30 Apr 24 - 10:17:25	Maxence Dhoury	72,1	55,2	Acheter
30 Apr 24 - 08:36:16	Maxence Dhoury	72,1	55,2	Acheter

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 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