

Etude Transversale

Poursuite du rebond des small caps en 2026 ?

Date publication: 20/01/2026 07:28

Date rédaction: 20/01/2026 07:27

L'environnement de marché semble à présent plus porteur pour les small caps (perspectives de croissance solides, valorisations cohérentes) et 2026 pourrait prolonger le rebond observé en 2025 sur cette classe d'actifs. Après une belle performance de 32.2% (+16.3 pt vs MSCI Europe Small Cap) en 2025 de notre liste ODDO BHF European Nextcap, nous revoyons notre liste de convictions Nextcap S1 2026 qui comprend désormais : Comet, Corbion, Equasens, Jacquet Metals, Jost-Werke, PVA Tepla, Rosenbauer, Steyr Motors, Thermador Groupe et Wavestone.

Un rebond des small caps mais encore une sous performance vs large caps

Avec la contribution des analystes du BE

Malgré des rebonds notables dans certains pays, les small caps ont finalement continué de sous-performer (vs large caps) au niveau européen sur l'année 2025. Le MSCI Europe Small Cap affiche une performance de 12.7% alors que le Stoxx 600 a progressé de 16.7%. La France, l'Italie, l'Espagne et l'Allemagne ont tiré les performances à la hausse alors que la Belgique, les Pays Bas, le Royaume-Uni et la Suède ont connu des rebonds moins marqués. Les conditions pour que les small caps surperforment de nouveau durablement les large caps ne nous semblent, pour l'instant, pas encore évidentes (i.e. combinaison d'une 1/ valorisation toujours dépréciée, 2/ prime de croissance et 3/ retour des flux - moindre aversion au risque), mais apparaissent suffisantes pour à minima combler la décote de valorisation actuelle voire débiter un nouveau cycle de surperformance en cas de soutiens additionnels (collecte).

Des attentes de croissance relativement solides pour 2026-2027

Les prévisions pour 2026 et 2027 reflètent une dynamique générale plus positive pour les plus petites capitalisations que sur 2023 et 2024 (déficit de croissance vs large caps), avec une hausse attendue des BPA sur les small caps de, respectivement, 13.5% et 12.1%. Ces projections sont légèrement plus élevées que sur les larges (+10% et +10.6% respectivement). Toutefois, le risque d'un ajustement à la baisse des agrégats ne peut pas être écarté, sur un compartiment toujours moins « efficient » et dans un contexte économique/géopolitique encore instable et difficile à appréhender. Le retour d'une véritable prime de croissance vs large caps est donc en bonne voie mais reste à confirmer.

Des valorisations plus cohérentes avec les moyennes historiques

Concernant les valorisations, le rattrapage récent a entraîné un rerating des ratios prospectifs en absolu mais restent modérés en relatif sur les small caps. L'indice MSCI Europe Small Cap se traite désormais à près de 13.8x les BPA 12m fwd, un niveau proche des moyennes historiques sur 10 ans (~14.5x PE fwd). C'est le cas de quasiment tous les marchés small caps au niveau européen à l'exception de l'Espagne (désormais au-dessus) et du RU (en dessous). En outre, la décote des small vs large à l'échelle européenne reste d'actualité (-10% en PE fwd vs Stoxx large 200 vs -5% en moyenne sur 10 ans).

Nouvelle liste European Nextcap S1 2026

Entre le 22 janvier 2025 et le 16 janvier 2026, notre liste European Nextcap a affiché une hausse de 32.2%, en surperformance (+16.3 pt) par rapport à l'indice MSCI Europe Small Cap sur la période (+15.9%). Pour le S1 2026, nous souhaitons privilégier plusieurs typologies de titres : 1/ des expositions au secteur de la défense (Steyr Motors) et au rebond industriel en Europe (Jacquet Metals, Jost-Werke, Thermador Groupe), 2/ offrant un fort potentiel de croissance dans la technologie (Comet, PVA Tepla) et de rebond dans les services (Wavestone) et 3/ redevenus plus « value » avec toujours de belles perspectives de développement (Corbion, Equasens, Rosenbauer).

Jeremy Garnier Analyste
+33 (0)4 72 68 27 11
jeremy.garnier@oddo-bhf.com

Risque de conflits d'intérêts:

ODDO BHF SCA 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.

Il s'agit d'un document non contractuel, strictement destiné à l'usage privé du destinataire et les informations fournies dans ce document proviennent de sources que nous estimons fiables, mais dont l'exactitude et l'exhaustivité ne peuvent être garanties. Les appréciations formulées reflètent notre appréciation à la date de publication et sont donc susceptibles d'être révisées ultérieurement.



Sommaire

Un rebond des small caps en avec des disparités au sein des pays européens	3
Rebond des small caps au niveau européen mais sous-performance persistante vs large caps	3
Bonne résistance des small caps européennes sur 10 ans vs large caps	4
Quelques rebonds spécifiques de sociétés mais beaucoup de volatilité	5
Des facteurs de soutien aux small caps encore limités	7
Collecte small&mid : l'apport de la CDC a permis de retrouver un peu de momentum en 2025	7
Pas encore d'euphorie pour les IPO alors que les OPA ne faiblissent pas	8
Une thématique buy-out toujours d'actualité au sein du compartiment small	10
Impact de l'évolution de la parité €/€ sur notre univers de couverture Nextcap	13
Des valorisations encore modérées en relatif	14
Le retour d'une véritable prime de croissance est en bonne voie sur les small caps mais reste à confirmer	14
Small caps : des niveaux de valorisation toujours modérés en relatif malgré le récent rattrapage	15
Feedback Forum 2026	17
Contraste des secteurs	17
Surperformance de notre liste en 2025	18
Nouvelle liste European Nextcap S1 2026	20
Comet	21
Corbion	22
Equasens	22
Jacquet Metals	23
Jost-Werke SE	23
PVA Tepla	24
Rosenbauer	25
Steyr Motors	25
Thermador Groupe	26
Wavestone	27



UN REBOND DES SMALL CAPS EN AVEC DES DISPARITÉS AU SEIN DES PAYS EUROPÉENS

Malgré des rebonds notables dans certaines régions, les small caps ont finalement continué de sous-performer au niveau européen sur l'année 2025. Le MSCI Europe Small Cap affiche une performance de 12.7% alors que le STOXX 600 a progressé de 16.7%. La France, l'Italie, l'Espagne et l'Allemagne ont tiré les performances à la hausse alors que la Belgique, les Pays-Bas, le Royaume-Uni et la Suède ont connu des rebonds moins marqués. 2026 pourrait s'inscrire dans la continuité mais la poursuite du rebond sur la classe d'actifs sera dépendante i/ de la reprise de la collecte, ii/ de la détente progressive des taux d'intérêt et iii/ d'un rebond progressif confirmé de l'activité sur l'année (plutôt une courbe en U).

Rebond des small caps au niveau européen mais sous-performance persistante vs large caps

Performance 10 ans des indices européens

%		2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	YTD 2026*
S&P SmallCap 600		4.4	-3.4	24.7	11.7	-9.8	20.9	9.6	25.3	-17.4	13.9	6.8	4.2	5.2
STOXX 600		4.4	6.8	-1.2	7.7	-13.2	23.2	-4.0	22.2	-12.9	12.7	6.0	16.7	2.7
STOXX Small 200		2.7	13.3	-1.6	15.7	-14.7	26.2	3.2	20.9	-25.6	9.7	2.0	14.0	2.8
STOXX Mid 200		6.6	15.5	-0.9	13.6	-13.2	23.1	-1.1	16.8	-21.5	12.4	2.8	16.4	2.3
MSCI Europe Small Cap		4.3	21.0	-1.3	16.6	-17.7	28.4	3.0	21.8	-24.4	9.8	3.5	12.7	3.0
OMX Sweden Small Cap					8.3	-0.1	40.7	21.8	32.2	-32.0	14.6	6.9	2.9	1.3
FTSE Small Cap		-1.5	6.2	11.0	14.9	-12.4	14.9	4.5	20.0	-16.3	3.0	6.5	10.1	1.9
Belgium BEL Small		7.6	21.4	7.9	12.9	-10.9	5.1	-11.8	22.3	-22.9	-20.3	-7.6	0.1	3.3
Belgium BEL Mid		7.4	21.7	-0.8	6.7	-6.3	31.6	-6.6	25.9	-11.5	10.3	-15.5	9.3	2.2
IBEX Mid		-1.8	13.7	-6.6	4.0	-13.7	8.4	-9.7	8.6	-7.4	5.9	11.7	16.1	2.3
Netherlands AMX Mid Cap		1.2	9.7	-1.5	21.5	-21.2	38.5	2.7	15.7	-14.0	-0.4	-9.8	11.0	2.9
Germany MDAX		2.2	22.7	6.8	18.1	-17.6	31.2	8.8	14.1	-28.5	8.0	-5.7	19.7	5.3
FTSE MIB		0.2	12.7	-10.2	13.6	-16.1	28.3	-5.4	23.0	-13.3	28.0	12.6	31.5	1.8
FTSE Italia Small Cap		-1.3	19.5	-4.0	26.8	-25.4	28.1	-4.6	50.8	-14.4	2.1	0.0	30.2	2.6
France CAC 40		-0.5	8.5	4.9	9.3	-11.0	26.4	-7.1	28.9	-9.5	16.5	-2.2	10.4	2.4
France SBF 120		0.7	9.0	4.7	10.8	-11.7	25.2	-6.6	26.2	-10.3	15.3	-2.5	10.3	2.3
CAC Mid 60		8.6	16.2	6.7	22.2	-20.5	19.7	-2.8	15.2	-12.7	2.1	-5.6	8.2	1.4
CAC Mid & Small		8.4	18.2	7.2	22.0	-21.6	19.0	-1.3	16.5	-13.9	1.4	-5.9	13.1	1.5
CAC Small		7.1	27.2	9.9	21.1	-26.8	15.2	7.2	22.9	-19.6	-2.7	-8.0	55.0	1.9

Tableau n°1 – Sources : FactSet, ODDO BHF Securities, *au 12 janvier 2026

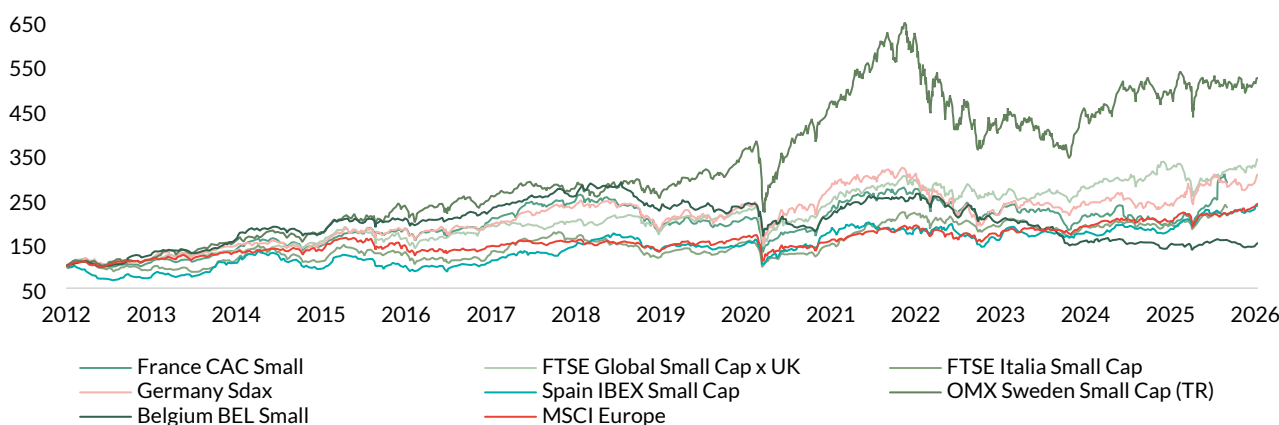
Au niveau européen, l'année 2025 a une fois de plus été marquée par une sous-performance des small caps par rapport aux large caps. L'indice MSCI Europe Small Cap affiche en effet une performance de 12.7% à comparer au STOXX 600 qui progresse de 16.7%. En observant par zone géographique on peut noter que quatre pays sous-performent : la Belgique (Bel Small 0.1% et Bel Mid 9.3%) avec une surpondération de valeurs immobilières et industrielles très pénalisées par le ralentissement économique en Europe, la Suède (OMX Sweden Small Cap 2.9%) qui ne voit pas encore ses niveaux de valorisation remonter après la hausse des taux, les Pays Bas (AMX Mid Cap 11%) et le Royaume-Uni (FTSE small cap 10.1%).



A contrario quelques pays s'en sortent mieux : l'Espagne (IBEX Mid +16.1%) où la consommation semble avoir bien résisté, l'Allemagne (MDAX +19.7%) grâce au redémarrage de quelques valeurs industrielles et exposées au secteur Défense (plan de relance), l'Italie (+30%) et la France (CAC Small +55%) aidée par quelques biotech (notamment Abivax +1 681%) et quelques sociétés exposées Défense (Exail +369% ; en excluant Abivax et Exail la performance du CAC Small est de l'ordre de 25%).

Si l'aversion au risque des investisseurs et le manque de liquidité restent pénalisant pour les small caps, deux facteurs pourraient soutenir la classe d'actifs au cours des prochains trimestres : i/ la poursuite de la détente progressive des taux d'intérêt (encore peu de visibilité sur le séquençage et de la prudence au niveau du risque politique notamment en France) et ii/ le retour espéré de la collecte des fonds orientés small caps qui pour le moment a du mal à repartir.

Performance 10 ans des indices small caps européens



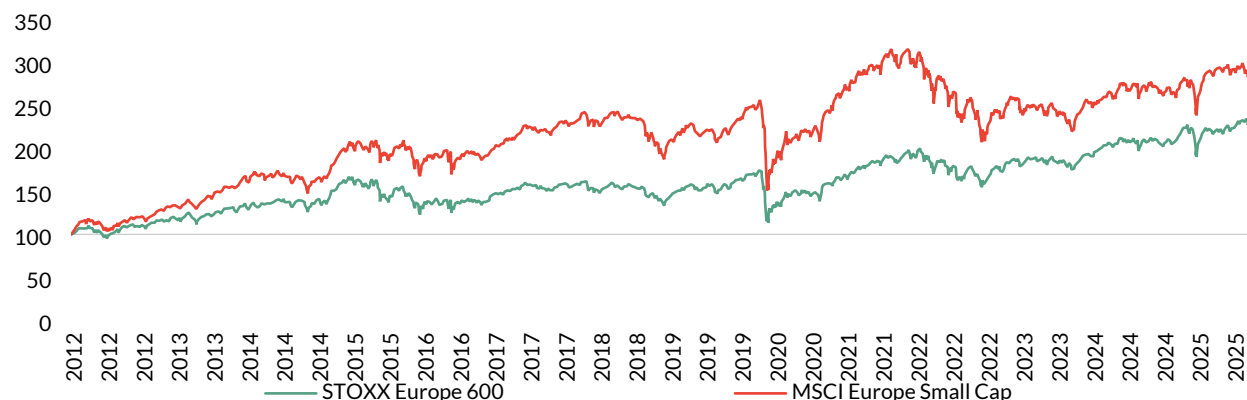
Graphique n°2 – Sources : FactSet, ODDO BHF Securities

Sur longue période, l'indice suédois (surpondéré en valeurs tech de croissance) continue de largement dominer les débats avec une performance 2x supérieure aux autres indices ; cette avance a été prise depuis 2018 avec un fort tassement en 2021 puis un rebond sur la fin d'année 2023. Sur l'ensemble des autres indices européens, on note une performance globalement similaire avec le Royaume-Uni toujours légèrement devant et la Belgique en queue de peloton (beaucoup de sociétés capitalistiques à besoins de financement pénalisés par la hausse des taux).

Bonne résistance des small caps européennes sur 10 ans vs large caps

Au niveau européen l'indice MSCI Europe Small caps a conservé sa surperformance engrangée depuis 2020 par rapport à l'indice STOXX 600.

Performance 10 ans des small caps vs large caps en Europe

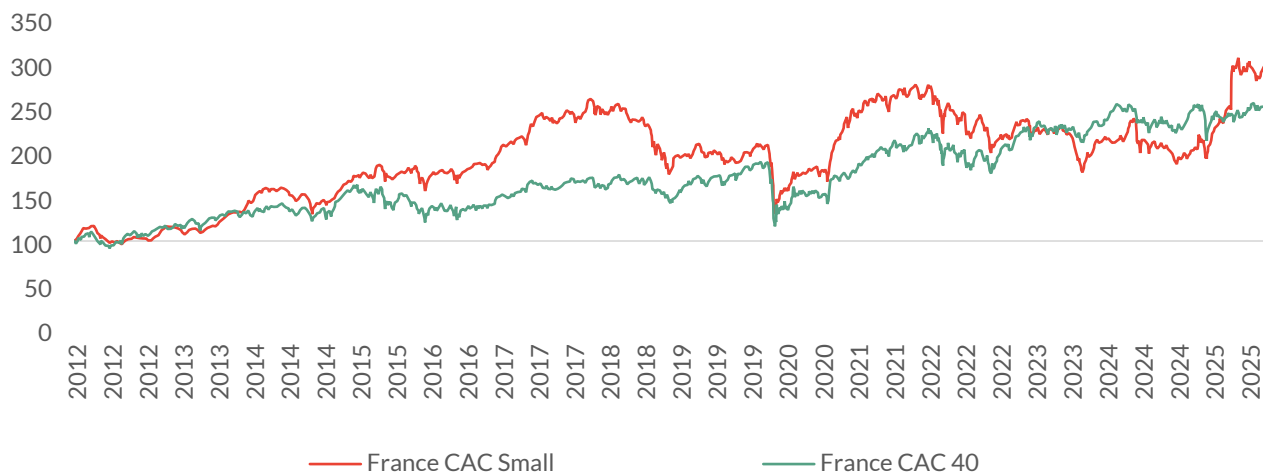


Graphique n°3 – Sources : FactSet, ODDO BHF Securities



En France, après une phase de sous-performance entre 2022 et mi 2025, les small caps françaises ont amorcé un net retournement de tendance sous l'effet de quelques performances impressionnantes (Abivax et Exail Technologies). Retraité de ces deux exceptions importantes ; la surperformance du CAC Small serait nettement moindre et les deux indices seraient globalement aux coudes à coudes sur longue période.

Performance 10 ans des small caps vs large caps en France



Graphique n°4 – Sources : FactSet, ODDO BHF Securities

Quelques rebonds spécifiques de sociétés mais beaucoup de volatilité

Au sein de notre univers de couverture ODDO BHF Nextcap (plus de 200 sociétés européennes dont la capitalisation boursière est inférieure à 1 Md€), nous avons recensé (tableau ci-dessous) les meilleures et les plus mauvaises performances en 2025. Les meilleures performances sont souvent company specific mais nous notons qu'elles viennent essentiellement de 4 éléments : 1/ des sociétés ayant fortement chuté en 2024 (Delfingen, Carbios, Valneva), 2/ des sociétés dont l'activité et la visibilité sont reparties à la hausse dans le secteur de la technologie (2CRSI, Wallix), 3/ les sociétés exposées à la défense (Exail Technologies) ainsi que 4/ quelques biotechs au momentum très favorable (Abivax, Nanobiotix).

Parmi les pires performances, la plupart sont des capitalisations très faibles et sont soit 1/ des sociétés n'ayant pas délivré leur plan (reports de guidances...) tel que Rieter Holding, Soitec et Ekinops et ii/ des groupes nécessitant des refinancements dans un environnement de hausse des taux pénalisant (Worldline, secteur de l'hydrogène).



Coverage ODDO BHF Nextcap meilleures et moins bonnes performances

Coverage small best perf		Market cap (€ m)	Perf 2025	Perf 2024	Coverage small worst perf		Market cap. (€ m)	Perf 2025	Perf 2024
Abivax		6 241	1 681%	-31%	Rieter Holding		17	-96%	-7%
Exail Technologies		1 027	369%	-10%	Haffner Energy		3	-94%	28%
Nanobiotix		837	545%	-54%	McPhy Energy		4	-87%	-66%
2CRSI		241	189%	164%	Worldline		434	-82%	-46%
Collectis		220	157%	-41%	Casino		101	-78%	-99%
WALLIX		169	148%	7%	Soitec		964	-73%	-46%
Delfingen		92	131%	-70%	Ebusco		27	-70%	-72%
Cicor Technologies		616	114%	19%	Avantium		175	-62%	-38%
AMG		899	104%	-39%	Gensight Biologics		12	-61%	-41%
Viridien		824	93%	-15%	Gerrsheimer AG		946	-61%	-25%
FACC		521	92%	2%	Maisons du Monde		72	-56%	-24%
Figeac Aero		490	85%	12%	Petrofac		16	-56%	-76%
Klöckner & Co. SE		835	83%	-35%	eDreams ODIGEO		467	-54%	13%
PVA Tepla		551	76%	-37%	Formycon AG		456	-52%	-6%
Valneva		593	72%	-54%	Ubisoft		762	-51%	-43%
SMCP		494	71%	7%	Cherry SE		14	-49%	-64%
Diagnostic Medical Systems		34	69%	-34%	Deutsche Konsum REIT-AG		79	-48%	3%
Carbios		187	66%	-76%	Ekinops		79	-48%	-37%
POLYTEC		74	65%	-43%	HelloFresh		951	-48%	-18%
GL Events		944	62%	-6%	Guerbet		187	-47%	37%

Tableau n°5 - Sources : FactSet, ODDO BHF Securities



DES FACTEURS DE SOUTIEN AUX SMALL CAPS ENCORE LIMITÉS

Les facteurs de soutien habituels à la performance des small caps ont encore été limités en 2025. La collecte des fonds français Small&Midcaps a retrouvé un peu de momentum en 2025 grâce à l'apport CDC. Le marché des IPO est quant à lui faible en nombre (2 en France) et en montants (63 M€ levés en France). En parallèle, les OPA restent plus nombreuses au sein de l'univers (7 recensées en 2025) et concernent souvent les sociétés les plus qualitatives de la cote. Bien que réduit, l'écart de valorisation entre le public et le privé existe toujours, la thématique OPA reste ainsi à jouer pour 2026.

Collecte small&mid : l'apport de la CDC a permis de retrouver un peu de momentum en 2025

Nous avons recensé ci-dessous les statistiques de collecte (arrêtées à fin décembre 2025) de notre échantillon de fonds Small&Midcaps basés en France et investis en valeurs françaises et européennes, notamment les fonds PEA PME. A fin décembre, 146 fonds étaient référencés dont 70 fonds PEA PME. Tous les indicateurs sont à prendre avec du recul (liste des fonds sûrement non exhaustive), mais donnent une tendance.

Intégrant une collecte modérée en décembre (+85 M€), les fonds PEA ont collecté 790 M€ sur l'ensemble de l'année, un niveau sensiblement supérieur à 2024, en partie grâce à l'apport de la Caisse des Dépôts. Pourtant, le momentum est resté compliqué pour les fonds PEA-PME (-21M€ en décembre et -76 M€ en 2025).

Collecte des fonds PEA et PEA PME

En M€	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
PEA	2 414	1 097	3 391	1 333	4 375	-1 925	-2 788	8	316	-1 427	-602	259	790
PEA-PME	242	461	424	1 028	1 592	-225	-378	76	643	77	39	22	-76

Tableau n°6 – Sources : Morningstar, ODDO BHF Securities

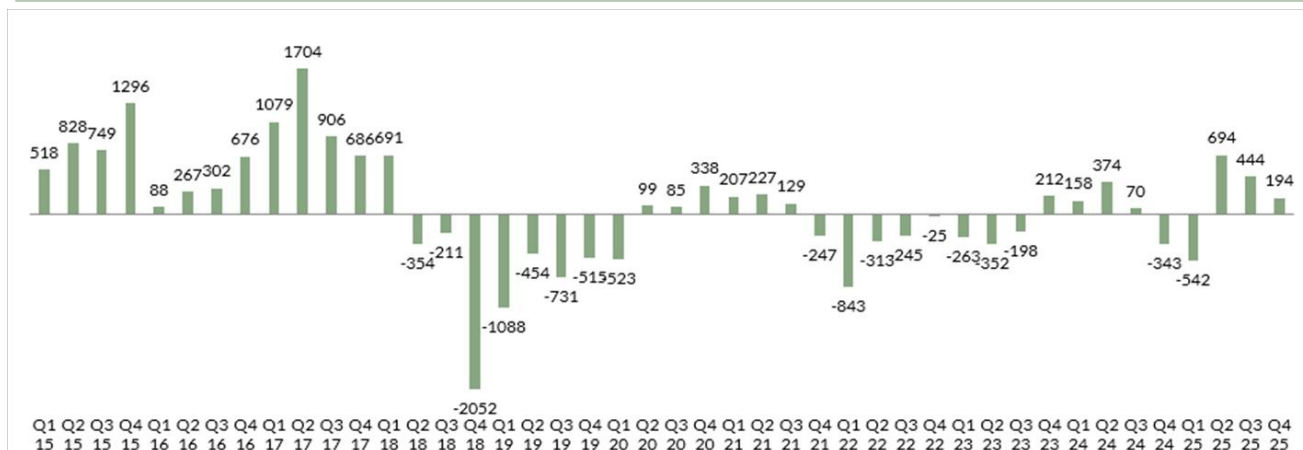
PEA (investis en Small&Midcaps)

Au sein de notre échantillon de fonds PEA (146 fonds référencés dont 70 fonds PEA-PME), les encours étaient en légère hausse à fin décembre, totalisant 18.9 Md€ (contre 18.4 Md€ en novembre).

Les flux sont restés positifs en décembre, à hauteur de 85 M€. Toutefois, la collecte est restée concentrée sur un nombre limité de fonds, 60% d'entre eux n'ayant rien collecté (ou ayant décollecté) sur la période. Sur l'ensemble de l'année, la collecte sur les fonds PEA de notre échantillon s'est élevée à 790 M€, contre 259 M€ en 2024. La collecte a vraisemblablement bénéficié de l'apport de la Caisse des Dépôts qui souhaitait injecter 500 M€ dans des fonds spécialisés dans les petites et moyennes valeurs cotées en France (220 M€ avaient déjà été investis en juillet).



Evolution de la collecte nette des fonds PEA français (M€, hors effets marchés)



Graphique n°7 – Sources : Morningstar, ODDO BHF Securities

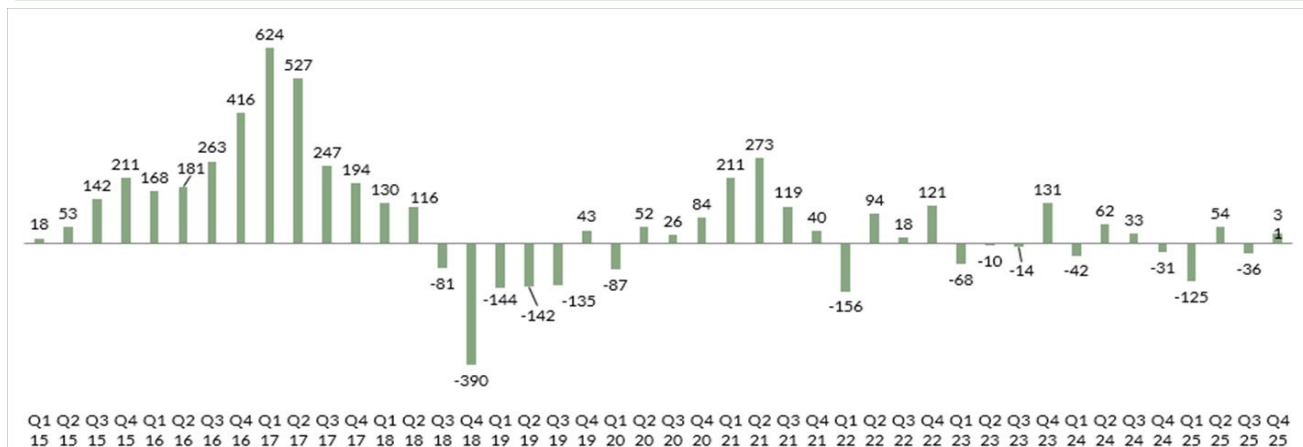
PEA-PME

Au sein du sous-segment PEA-PME (70 fonds référencés), les encours s'établissaient à 6.2 Md€ à fin décembre.

La collecte sur les fonds PEA-PME a été négative en décembre (-21 M€).

En 2025, les fonds PEA-PME ont ainsi décollecté 76 M€, avec une assez forte volatilité entre les mois. Pour rappel, la collecte était ressortie légèrement positive en 2024, à hauteur de 22 M€.

Evolution de la collecte PEA-PME français small & midcaps (M€, hors effet marché)



Graphique n°8 – Sources : Morningstar, ODDO BHF Securities

Pas encore d'euphorie pour les IPO alors que les OPA ne faiblissent pas

Un marché des IPO encore faible en 2025

2 opérations en France en 2025 : 63 M€ levés

En M€	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
# IPO	14	17	8	7	34	12	8	5	2
Montant levé	2 420	2 650	3 000	185	2 620	457	53	663	63

Tableau n°9 – Sources : Euronext, ODDO BHF Securities



En France, après une année de rebond post COVID en 2021 (34 opérations et 2.6 Md€ levés), une année de transition en 2022 (12 opérations pour 457 M€ levés), une année 2023 particulièrement pauvre en IPO (8 opérations pour 53 M€ levés) et une année 2024 faible en nombre d'opérations (5) mais honorable en montant levé (663 M€), l'année 2025 a affiché une baisse significative avec seulement 2 IPO: SEMCO Technologies et Kaleon (double cotation à Paris et Milan), pour un montant total levé de 63 M€. Au niveau européen le marché a repris quelques couleurs avec 7 opérations majeures réussies (Ferrari, PFISTERER, Sentia, EnergyVision, Dellia Group, Appear).

Principales IPO européennes en 2025

En M€	Date IPO	Montant levé	Marché
Ferrari Group	févr.-25	197	Euronext Amsterdam
PFISTERER	mai-25	188	Francfort
Sentia	juin-25	4 250	Euronext Oslo Børs
EnergyVision	juil.-25	42	Euronext Brussels
SEMCO Technologies	juil.-25	46	Euronext Growth Paris
Dellia Group	sept.-25		Euronext Oslo Børs
Appear	nov.-25	100	Euronext Oslo Børs
Kaleon	déc.-25	17	Euronext Growth Paris / Milan

*Hors opérations sur Euronext Access

Tableau n°10 – Sources : Euronext, ODDO BHF Securities, au 12/01/2025

À l'échelle mondiale, le nombre d'IPO est ressorti en légère hausse de 4% sur l'ensemble de l'année 2025 avec 1 293 IPO recensées (vs 1215 IPO en 2024) et des montants levés en nette progression de 39% à 171.8 Md\$ (vs 121.2 Md\$ en 2024). Ce rebond est principalement expliqué par une accélération significative de l'Asie notamment la Chine (222 IPOs, +24% / Volumes +162% à 54.8 Md\$) et des États-Unis (223 IPOs, / Volumes à 45.5 Md\$). À contrario, l'Europe a affiché une baisse par rapport à 2024 (102 IPO / Volumes à 17 Md\$) sous l'effet d'une faible croissance et du contexte géopolitique.

Les perspectives du pipeline des IPO semblent positives en 2026 en Europe (hors France qui devrait rester calmes en période d'élections municipales puis présidentielles) notamment sur les secteurs de la défense, de la technologie, de l'énergie et des infrastructures.

Des OPA qui ne ralentissent pas

Après un niveau élevé d'OPA en 2024, l'année 2025 marque un léger ralentissement avec 7 OPA recensés pour une prime médiane de 30% légèrement inférieure à la moyenne historique. La consolidation se poursuit au sein des small caps cotées qui restent en général sous valorisées par rapport au private equity. La thématique OPA va rester intéressante à jouer sur les prochaines années malgré un contexte de taux moins propice à court terme.

7 OPA en France en 2025

En M€	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
# OPA	42	25	31	27	38	28	22	14	7
Prime médiane	21%	24%	33%	29%	44%	42%	38%	33%	30%

Tableau n°11 – Sources : Le journal des OPA, ODDO BHF Securities

Nous indiquons dans le tableau ci-dessous les principales OPA ayant eu lieu au sein de l'univers des Small&Midcaps en France sur l'année 2025 :

Liste des principales OPA en YTD 2025 au sein des S&M

Société	Acheteur	Date	Prix / action (€)	Prime
M2i	Skolae	4-févr.-25	8.5	126.0%
Verallia	BWGI	10-mars-25	30.0	10.0%
Amplitude Surgical	Zydus	11-mars-25	6.3	80.6%
VOGO	Abeo	4-juin-25	3.2	33.0%
Waga Energy	EQT	6-juin-25	21.6	27.0%
Altamir	Amboise SAS	13-juin-25	28.5	21.0%
Cogelec	Legrand	10-juil.-25	29.0	30.0%

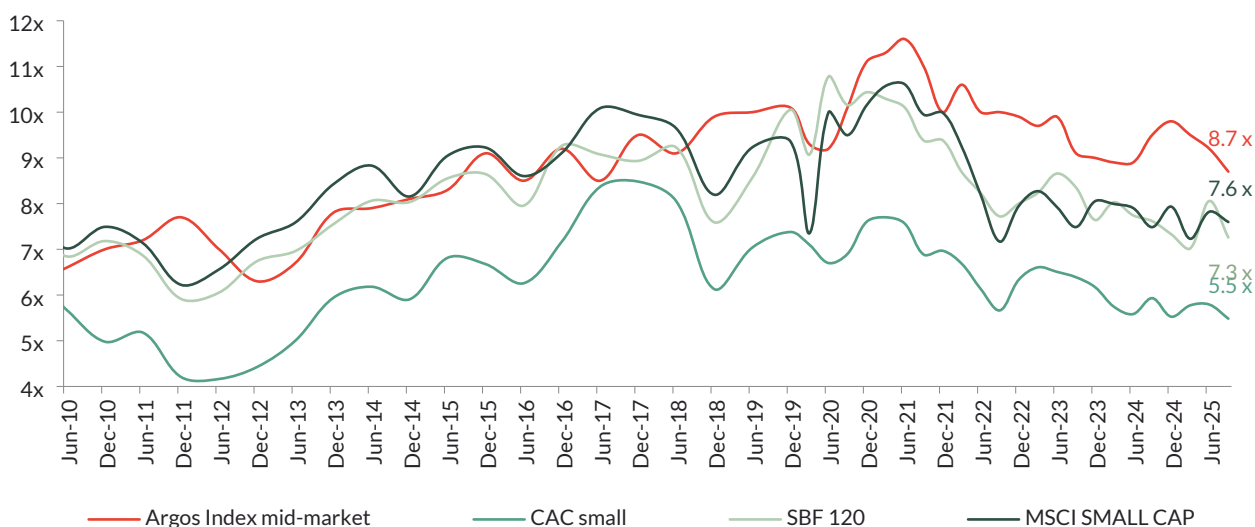
Tableau n°12 – Sources : Le journal des OPA, ODDO BHF Securities



Une thématique buy-out toujours d'actualité au sein du compartiment small

L'écart de valorisation entre le public et le privé existe toujours mais il s'est légèrement réduit au S2 2025. Pour rappel, l'indice Argos mesure l'évolution de la valorisation des deals réalisés sur les PME non cotées au sein de la zone euro. A fin septembre l'indice Argos ressortait ainsi à 8.7x (multiple EBITDA moyen des dernières opérations) alors que le multiple d'EBITDA moyen constaté au sein du MSCI Small Cap est de 7.6x soit une décote de l'ordre de 12%. La décote est plus importante (16%) sur l'indice CAC Small dont le multiple d'EBITDA moyen ressort à 7.3x.

Décote sociétés cotées (CAC Small ; SBF 120 ; MSCI Small cap) vs privées (Argos Index) (VE/EBITDA, x)



Graphique n°13 – Sources : FactSet, Argos Index (dernière actualisation à fin septembre 2024)

Au sein de notre univers de couverture Nextcap Europe (~200 valeurs), nous identifions quelques sociétés pour lesquelles un scénario spéculatif est à considérer :



Idées de candidats susceptibles de faire l'objet d'opérations M&A / buy-out au sein de l'univers small ODDO BHF

Company	Sector	Country	Reco	TP (€)	Mcap (€ m)	Free float	EV/EBITDA 2026e (x)	Category of potential delisting	Comments
Aubay	IT Services	FR	O/P	66.0	764	47.2%	9.6	PE acquisition / Target of M&A	Following the numerous delistings on the IT Services segment in recent years, Aubay is among the natural candidates for a potential buyout. Still owned by the founding managers (>45% of the capital). Although they do not seem to be in a hurry, we think they would be more prepared to sell if there was a good offer (not a taboo in-house).
Beneteau	Leisure	FR	N	8.5	699	33.5%	4.6	Management/Family shareholder takeover	Family owning 54.3% but, remains undervalued, with cash.
Care Property Invest	Property	BEL	U/P	10.5	443	100%	ns	PE acquisition / Target of M&A /	Stock value is below the market value of the underlying assets, so interesting for PE or listed Belgian peers. Change of CEO is likely to be announced this year.
CFE	Construction	BEL	O/P	11.0	230	20.3%	ns	Target of M&A	Buy-out by one of main shareholders
Econocom	IT Services	BEL	N	2.1	309	43.4%	4.4	Other / non determined	The founding CEO (Jean-Louis Bouchard) has stated that he is looking for a financial partner to finance a significant external growth operation to accelerate development outside France
Guerbet	Pharma	FR	U/P	14.0	188	40.2%	7.4	Other / non determined	Michel Guerbet has passed away, and the group is going through a period of commercial, industrial, and financial difficulties that will fuel a speculative scenario. The possibility of a takeover by competitor Bracco is frequently revisited by the market.
Haulotte	Capital Goods	FR	U/P	1.15	67	33.4%	10.3	Target of M&A / Family takeover	Critical size issues - the Saubot family could sell or buy out minority shareholders
Infotel	IT Services	FR	O/P	53	275	63.6%	4.5	PE acquisition / Target of M&A	We identify Infotel as a potential target because its size is still modest compared to the major players in the sector (Accenture, CGI, DXC, Atos, Sopra Steria or Capgemini) and its positioning is attractive. In addition, Infotel is still owned by its founders B.Lafforet or M.Koutchouk (>50% cumulative DDV), who reach an age (>75 years old) at which they could decide to monetize their investment.
Kaufman & Broad	Property	FR	N	32.5	597	55.9%	4.4	Target of M&A	Speculative nature (Promogim now holds > 29% of the voting right)
Lectra	Software & equipment	FR	O/P	28.0	950	87.2%	10.1	PE acquisition	Speculative nature on a medium term horizon (M. Harari hold 14.6% of the capital / managerial transition ongoing)
Maisons du Monde	Specialist Retailing	FR	N	2.7	73	35.2%	5.1	PE acquisition	Important speculative aspect with Mr Naouri and the Apollo fund (26.49% of the capital) and Teleios Capital Partner (28.81%)
Manitou	Capital Goods	FR	O/P	23	738	25.8%	5.2	Management/Family shareholder takeover	No need to be listed - Family owned company with limited free-float
Marie Brizard	Beverages	FR	N	3.0	303	5.6%	18.2	PE acquisition	With its low free float, MWBS has been shunned by investors in recent years. After years's of financial difficulties and its recapitalization in 2021, the company has been slow to recover due to its lack of critical size. MWBS could be acquired by its main shareholder, Cofepp (78.5% of the capital) alone or with a PE firm. The company, which is in a net cash position, owns some iconic brands as Gautier cognac, Marie Brizard liqueur and William Peel scotch, which could be monetized.
Metrovacesa	Real Estate developer	ES	N	11.7	1 505	4.0%	ns	Target of M&A	FCC and Slim family (large owner of FCC) have a joint 20.2% stake on Metrovacesa. Today, we see the positioning as entailing some optionality through future M&A.
Prodways	Capital goods	FR	N	0.7	30	63%	4.8	Other / non determined	Valuation very low / Gorgé's family still owns 24% of the shares and could allocate the cash to finance its new promising business in nuclear (Calogena)
Prosegur Cash	Business Services	ES	O/P	3.1	1 443	20.5%	3.8	Other / non determined	There's been some speculation lately regarding a potential buyout by Prosegur. We however believe that the holding company has limited incentives to pay a premium over the current trading price. The holdco seems more comfortable executing buybacks at the opco and then cancelling the shares and thus gradually increasing its control over Cash.



Company	Sector	Country	Reco	TP (€)	Mcap (€ m)	Free float	EV/EBITDA 2026e (x)	Category of potential delisting	Comments
Roche Bobois	Specialist Retailing	FR	N	34	317	11.1%	6.3	Target of M&A	Limited float, long-term shareholder Tamburi IP (35% of the capital) which could monetize its performance. Potential interest from an unlisted player in the luxury sector. Good generation of cash.
Showroomprivé	Spacialist Retailing	FR	U/P	0.4	95	40.4%	ns	PE acquisition / target of M&A	Potential takeover by an e-commerce player or a physical player who would like to quickly increase their customer base. MBO or private equity fund.
Sidetrade	Software	FR	O/P	290	326	56.6%	49.6	PE acquisition	We identify Sidetrade as a potential target in view of its still modest size and its positioning. As a profitable group with a balanced trade-off between growth and profitability, Sidetrade is also an attractive target for a PE fund, some of which are highly active in sector consolidation (e.g. Thoma Bravo).
SIF	Renewable components	NL	U/R	10	192	35.6%	1.4	Target of M&A	Key client Equinor, might be attractive for players such as Aker Solutions
SMCP	Clothing Retailing	FR	O/P	8.0	484	38.8%	2.6	Other / non determined	The capital is fragmented. A sale of the company has been launched end of 2025.
Solutions 30	IT Services	FR	N	1.3	104	83.8%	3.8	PE acquisition	May seek to exit the stock market after the loss of investor confidence (non-certification of accounts by EY, repeated attacks by short sellers...)
Verimatrix	Software	FR	N	0.2	17	56.3%	18.5	PE acquisition / Target of M&A	The sharp fall in the share price due to the transformation of the business model (acceleration towards SaaS) makes the profile more attractive in the long term for a fund or a strategic buyer in the sector
Wallix	Software	FR	O/P	31	176	76.3%	53.1	PE acquisition	Price at a low and reasonable valuation (<4x sales) on a strong theme and a sector which is accelerating its consolidation (e.g. Palo Alto/CyberArk deal) – Hyper-growth company with very open capital.

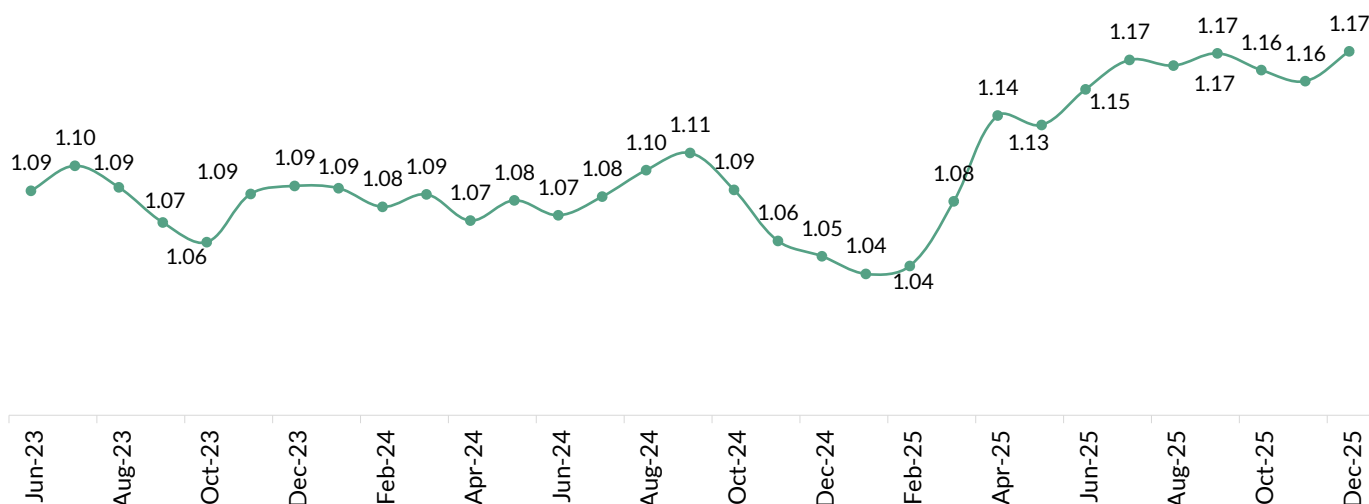
Tableau n°14 – Source:ODDO BHF Securities



Impact de l'évolution de la parité €/ \$ sur notre univers de couverture Nextcap

Après une relative stabilité de l'euro dollar en 2023-2024, l'année 2025 a marqué une forte dépréciation du dollar compte tenu de la politique de Trump (objectif de renforcer la compétitivité des entreprises américaines). Le dollar devrait rester encore faible par rapport à l'euro voire même continuer à légèrement se déprécier au cours des prochains mois d'après notre économiste (objectif EUR/USD à 1.19 à 12 mois).

Evolution de la parité €/ \$ sur 12 mois



Graphique n°15 – Sources : FactSet, ODDO BHF Securities

Au sein de notre univers Nextcap, nous avons déterminé, sur la base des sensibilités avérées, les sociétés les plus exposées aux variations €/ \$.

Un euro qui continuer de s'apprécier face au dollar : les gagnants/perdants dans l'univers Nextcap

Impact	Société	Reco.	Capi. (M€)	% CA \$	Commentaires
	ADTRAN Holdings	N	718	60% en €	Société américaine avec ~60% des revenus libellés en € alors que la majorité des COGS sont en \$ → couverture naturelle dans la mesure du possible + couverture pour limiter le risque de change.
+	Bonduelle	N	8.4	26%	26% du CA provient des États-Unis, mais la production est locale. L'effet de conversion de l'appréciation de l'euro serait positif tant que la perte de Bonduelle America (> 20 M€e) serait compensée en euros.
	Thermador Groupe	O/P	709	-	CA en € mais plus de 35% des achats en dollars.
	VusionGroup	O/P	2 645	>50%e	>95% des COGS en \$
	Sidetrade	O/P	326	20%	>20% des revenus libellés en \$
	Planisware	O/P	1 617	40%	40% des revenus libellés en \$
	Roche Bobois	N	317	50%e	L'ensemble des coûts de production est en Europe (en €), près de 50% du CA est en \$ donc un \$ plus faible peut être négatif pour les marges du groupe.
	Claranova	N	89	50%e	Nous estimons que le groupe a une exposition \$ sur c50% des revenus (impact limité sur la marge car hedge naturel du fait de coûts en \$).
	Lectra	O/P	950	44%	Coûts fixes et variables principalement en €
	TFF Group	N	379	60%e	Fort développement dans le Bourbon aux Etats-Unis. Les charges sont également en dollar en face impliquant uniquement un impact de conversion sur les marges.
-	Kloeckner	O/P	856	60%	Plus de la moitié du CA est en Amérique du Nord depuis la rationalisation opérée en Europe.
	Autoneum	N	791 MCHF	40%	40% du CA \$
	Deutz	O/P	1 288	30%	30% du CA \$
	Jost-Werke	O/P	881	30%	30% du CA \$
	Norma Group	N	486	44%	44% du CA \$
	SAF Holland	O/P	747	30%	30% du CA \$
	Stabilus	O/P	510	36%	36% du CA \$
	Tubacex	O/P	458	50%	L'Asie est le plus grand marché, mais la répartition dépend principalement de la réalisation des projets par région/devise.
	Tecnicas Reunidas	O/P	2 129	50%	Exposition régionale volatile en fonction de l'exécution des projets, notamment au Moyen-Orient et en Asie.

Tableau n°16 – Source : ODDO BHF Securities



DES VALORISATIONS ENCORE MODÉRÉES EN RELATIF

Les prévisions pour 2026 et 2027 reflètent une dynamique générale plus positive pour les plus petites capitalisations que sur 2023 et 2024 (déficit de croissance vs large caps), avec une hausse attendue des BPA sur les small caps de respectivement 13.5% et 12.1%. Ces projections sont légèrement plus élevées que sur les larges (+10% et +10.6% respectivement). Toutefois, le risque d'un ajustement à la baisse des agrégats ne peut pas être écarté, sur un compartiment toujours moins « efficient » et dans un contexte économique/géopolitique encore instable et difficile à appréhender. Le retour d'une véritable prime de croissance vs large caps est donc en bonne voie mais reste à confirmer.

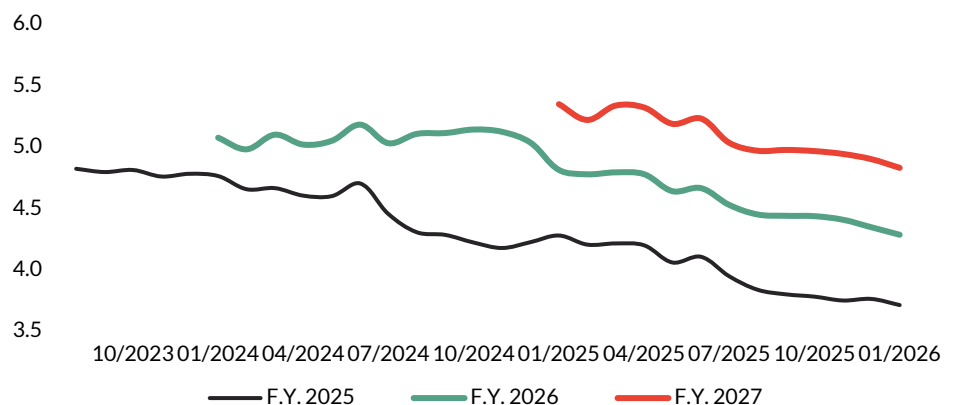
Concernant les valorisations, le rattrapage récent a entraîné un rerating des ratios prospectifs en absolu mais restent modérés en relatif sur les small caps. L'indice MSCI Europe Small caps se traite désormais à près de 13.9x les BPA 12m fwd, un niveau proche des moyennes historiques sur 10 ans (~14.5x PE fwd). C'est le cas de quasiment tous les marchés small caps au niveau européen à l'exception de l'Espagne (désormais au-dessus) et du RU (en dessous). En outre, notons que la décote des small vs large à l'échelle européenne reste d'actualité (-10% en PE fwd vs Stoxx large 200 vs -5% en moyenne sur 10 ans).

En conclusion, nous considérons que le contexte de marché est un peu plus favorable et que le regain d'intérêt pour ce segment pourrait se confirmer au fil de 2026. Les conditions pour que les small caps surperforment de nouveau durablement les large caps ne nous semblent, pour l'instant, pas encore totalement évidentes (i.e. combinaison d'une 1/ valorisation toujours dépréciée, 2/ prime de croissance et 3/ retour des flux - moindre aversion au risque), mais apparaissent suffisantes pour à minima combler la décote de valorisation actuelle. Nous restons donc constructifs sur ce compartiment de marché, car nous pensons que les small caps pourraient poursuivre le rebond entamé sur 2025 et débiter un nouveau cycle de surperformance en cas de soutiens additionnels (collecte).

Le retour d'une véritable prime de croissance est en bonne voie sur les small caps mais reste à confirmer

Les perspectives de croissance des small caps ont été orientées à la baisse tout au long de 2025, avec un momentum de révision négatif depuis près de 24 mois pour les exercices 2025 et 2026. En masse, depuis janvier 2025, les BPA sur l'indice MSCI Europe Small Cap ont été révisés de -12.9%, -10.9% et -9.2% pour respectivement FY 2024, FY 2025 et FY 2026.

Momentum et révision des estimations de BPA (€) – MSCI Europe Small Cap



Graphique n°17 – Sources : FactSet, ODDO BHF Securities



Les prévisions sur les plus petites capitalisations pour 2025, 2026 et 2027 reflètent toutefois une dynamique générale plus positive (par rapport au déficit de croissance vs large caps en 2023 et 2024), avec une croissance attendue des BPA sur les small caps de respectivement 5.0%, 13.5% et 12.1%.

Les projections pour 2025, 2026 et 2027 sont donc légèrement plus élevées que pour les larges (+3.8%, 10.0%, et 10.6% respectivement). Toutefois, le risque d'un ajustement à la baisse des agrégats ne peut pas être écarté, sur un compartiment toujours moins « efficient » et dans un contexte économique/géopolitique encore particulièrement instable et toujours difficile à appréhender/modéliser. Il convient donc de rester prudent sur l'analyse de ces métriques à court terme, avec le sentiment que le retour de la prime de croissance des small caps vs large caps est certes en bonne voie mais n'apparaît pas totalement acquis à ce stade.

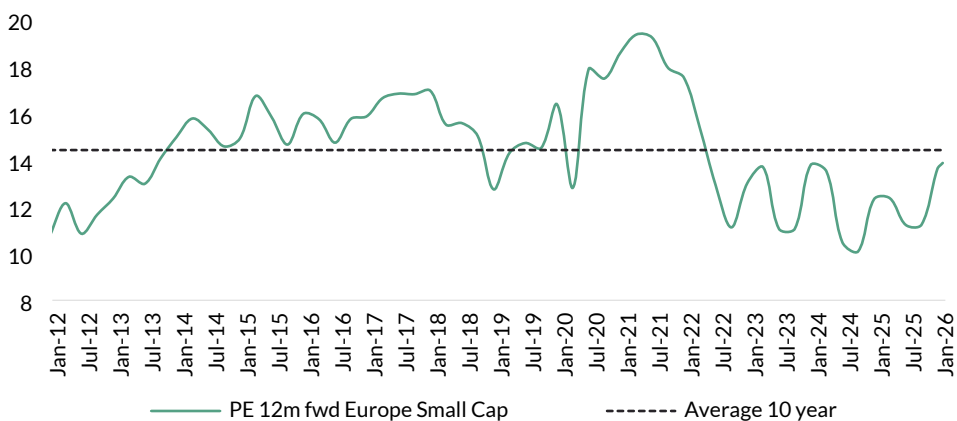
Croissance médiane attendue des EPS : small vs large Europe				
%	2024	2025e	2026e	2027e
MSCI Europe Small caps	4.0	5.0	13.5	12.1
Euro STOXX Large	8.7	3.8	10.0	10.6

Tableau n°18 – Sources : FactSet, ODDO BHF Securities

Small caps : des niveaux de valorisation toujours modérés en relatif malgré le récent rattrapage

Malgré le récent rattrapage, les multiples de valorisation sur les small caps restent abordables en relatif par rapport à l'historique et vs large caps. Notre analyse sur un échantillon de près de 1 000 small caps à l'échelle européenne (indice MSCI Europe small caps) fait ressortir un PE 12m fwd de 13.9x, soit un niveau désormais proche des moyennes historiques 10 ans.

Historique P/E 12m fwd – MSCI Europe Small Cap (x)

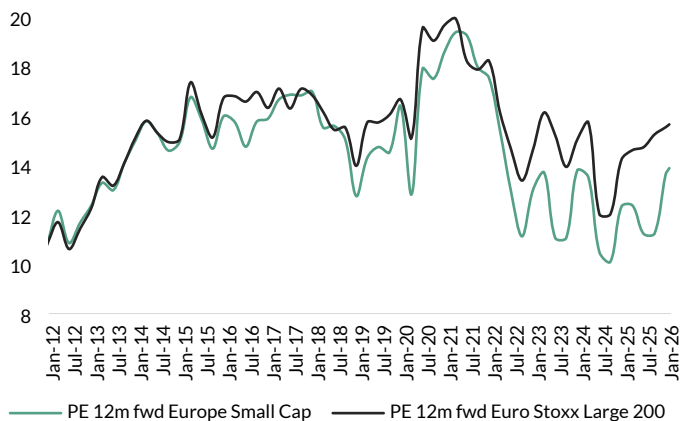


Graphique n°19 – Sources : FactSet, ODDO BHF Securities

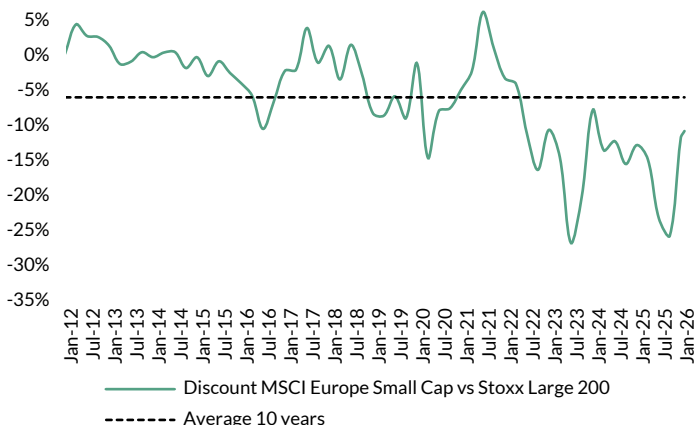
Par ailleurs, les niveaux de valorisation actuels reflètent encore une décote de valorisation des smalls vs larges en Europe. L'indice MSCI Europe Small Cap se traite toujours avec une décote de l'ordre de 10% par rapport à l'EuroStoxx Large 200, un niveau supérieur à la décote historique moyenne sur 10 ans autour de 5%. Si en relatif cela donc reste attractif et pourrait, à priori, soutenir le rebond en cours sur 2026, soulignons néanmoins 1/ le risque sur le momentum de révision (en cas de dégradation de la macro), qui pourrait venir inflater ces niveaux (compartiment moins efficient), ou 2/ les récentes dégradations de marché qui ont presque toutes été défavorables aux small caps (liquidité, décollecte, visibilité...), avec une situation macroéconomique/géopolitique particulièrement instable et qui pourrait encore peser sur la perception générale du risque.



PE 12m fwd : MSCI Europe Small vs Stoxx Large 200 (x)



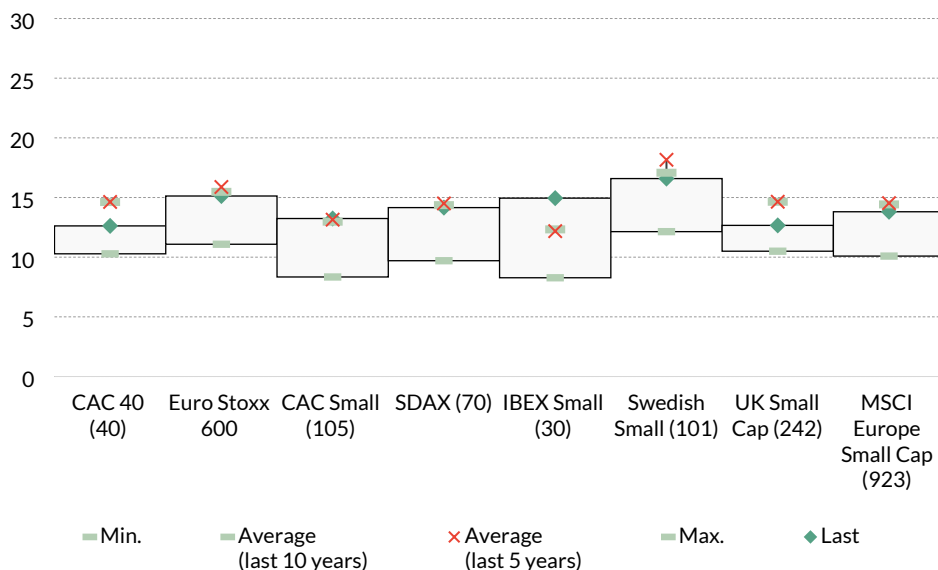
Evolution de la décote de valorisation historique – MSCI Europe Small vs Stoxx Large 200 (PE 12m fwd)



Graphiques n°20 – Sources : FactSet, ODDO BHF Securities

A l'échelle européenne, quasiment tous les marchés small caps se traitent aujourd'hui proches de leur moyenne historique 10 ans, à l'exception de l'IBEX Small (Espagne), qui se traite au-dessus (rerating puissant de l'indice) et du RU (qui se traite en-dessous). A noter que le compartiment small caps en France a en partie comblé son retard, mais reste parmi les marchés les plus décotés en Europe (à c. 13x PE fwd).

PE fwd 12m des principaux indices européens small caps vs historiques (x)



Graphique n°21 – Sources : FactSet, ODDO BHF Securities

Au sein de notre univers ODDO BHF, le constat est similaire avec des niveaux de valorisation qui donnent encore des signaux favorables en absolu. Les multiples forward restent modérés, notamment sur les small caps, avec une décote importante par rapport aux autres segments de la cote (décote >30% vs large caps).

Ratios de valorisation de notre couverture européenne Small vs Larges et Mid

x	PE		EV/EBIT	
	2026e	2027e	2026e	2027e
ODDO BHF Nextcap (< € 1bn)	10.1	9.7	9.2	8.1
ODDO BHF Midcaps (€ 1bn - € 10bn)	13.9	12.8	11.7	10.1
ODDO BHF Large caps (> € 10bn)	19.1	17.3	15.6	13.8

Tableau n°22 – Source : ODDO BHF Securities



FEEDBACK FORUM 2026

*Au cours de notre ODDO BHF Forum (08/09 janvier à Lyon), 222 sociétés étaient présentes, 479 investisseurs et 5 283 meetings ont pu avoir lieu. Nous avons constaté un ton clairement plus positif qu'en 2025, avec 46% des sociétés présentes qui ont été perçues par les analystes comme ayant eu un discours positif. 46% ont semblé plutôt neutre et 8% négatives. Est-ce le résultat d'un marché à ses plus hauts historiques qui infuse le discours des managements ou des perspectives clarifiées notamment parce que l'économie mondiale s'est habituée à l'instabilité géopolitique. Les 3 thèmes macroéconomiques dominants sont restés : la géopolitique, la souveraineté industrielle et les changements tarifaires/réglementaires. (voir le feedback complet ici : **ODDO BHF Forum 2026 Feedback**).*

Contraste des secteurs

2026 apparaît comme une année de transition. La plupart des sociétés insistent sur la résilience, mais la reprise des volumes en 2026 reste incertaine, surtout dans les secteurs cycliques. Les programmes d'efficacité opérationnelle deviennent centraux dans tous les secteurs. Peu de restructurations annoncées, mais discipline stricte sur les coûts. Importance croissante de la qualité d'exécution, de la diversification géographique et de la génération de cash. Infrastructures, défense, énergie et mines et métaux mènent la croissance. L'automobile, la Chimie, la construction et certains pans de l'industrie restent prudents. Europe prudente, États-Unis dynamiques, Chine fragile, Ibérie et Latam robustes. Le M&A demeure un catalyseur majeur. Discipline accrue sur les coûts, la dette, et la gouvernance.

Secteurs confiants : Énergie, infrastructures, Défense, mines et métaux, Services (tourisme par exemple), mais aussi l'immobilier qui rentre dans la deuxième année de son cycle. La défense bénéficie d'un environnement géopolitique durablement favorable. La dynamique prix soutient le tourisme. L'immobilier anticipe une stabilisation progressive des actifs et une reprise des investissements. Les signaux les plus forts viennent de : Services, tourisme et loisirs (CDA, ID Logistics, Veolia, Pierre & Vacances, Sixt, IAG, TUI). Défense/Aéronautique (Renk, Dassault Aviation, Exail, Lisi, Hensoldt, Thales). Mines et Métaux (AMG et Aperam). Énergies / services pétroliers (Technip Energies, Vallourec, GTT, Viridien).

Secteurs prudents : Automobile, Construction, Chimie, Industrie, Consommation. Les secteurs cycliques témoignent de : volumes atones, faible visibilité, demande attentiste, pression sur les marges. Les plus concernés : Renault, Forvia, Valeo, Eiffage, Vinci, Bouygues, Wacker, Arkema, Colruyt, Ahold Delhaize, X-Fab, AT&S, Pro7SAT1, Manitou, Lectra... Exception : l'Agroalimentaire ressort relativement épargné (LDC, Ebro, Danone).

TMT & IA – Améliorations limitées. Les TMT restent contrastés : volatilité de la demande, pression sur les prix, déstockage dans les semis (Infineon, Siltronic, Elmos), visibilité hétérogène selon divisions. L'IA est mentionnée comme opportunité, mais son impact reste limité, reflétant un retard européen face aux États-Unis.

Le M&A sera encore un catalyseur pour certains acteurs. De nombreuses valeurs sont en phase d'intégration et de « digestion » de cibles (Aubay, STEF). A l'inverse, quelques entreprises veulent réaliser des cessions (rationalisation et purification de leur domaine d'activité ou objectifs de désendettement, exemple de Prodways). En parallèle de nombreux autres groupes se fixent une roadmap incluant des acquisitions (Wavestone, Assystem, Aubay, CDA, ID Logistics, Lectra, Thermador).



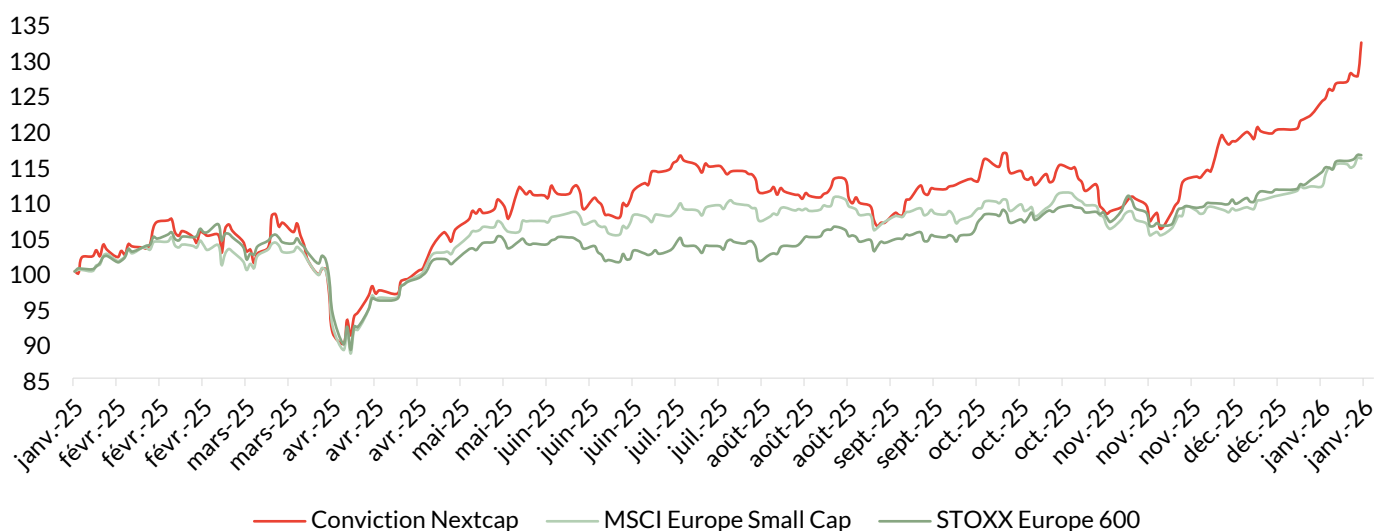
SURPERFORMANCE DE NOTRE LISTE EN 2025

Depuis le 22 janvier 2025, et en date du 16 janvier 2026, notre liste European Nextcap affiche une hausse de 32.2%, en surperformance (+16.3 pt) par rapport à l'évolution de l'indice MSCI Europe Small Cap sur la période (+15.9%).

Performance du 22/01/2025 au 16/01/2026	
European Nextcap list	32.2%
MSCI Europe Small Cap	15.9%
Δ	16.3 pt
EuroStoxx 200 smallcaps	16.4%
Δ	15.8 pt

Tableau n°24 – Sources : FactSet, ODDO BHF Securities

Performance du 22/01/2025 au 16/01/2026 (base 100)



Graphique n°25 – Sources : FactSet, ODDO BHF Securities

Dans un contexte où les incertitudes persistaient aux Etats-Unis (forte volatilité liée aux droits de douane) mais également au niveau mondial (guerre Russie-Ukraine, Moyen Orient...), nous avons privilégié au S2 2025 à travers une approche géographique diversifiée des sociétés 1/ offrant de la visibilité et de la résilience (ID logistics, Compagnie des Alpes, Sword, Rosenbauer), 2/ permettant de s'exposer à un début de reprise du cycle d'investissement industriel (Tubacex, Doosan, Klöckner & Co.) et 3/ appartenant au secteur de l'énergie qui a retrouvé des couleurs (Tecnicas Reunidas).

Les meilleures performances sont venues 1/ des sociétés un peu plus cyclique avec une recovery actée (Tecnicas Reunidas, Doosan Skoda Power) ou des aspects spéculatifs (Klöckner & Co.) et 2/ de quelques dossiers à forte visibilité qui ont continué de bien délivrer (Compagnie des Alpes, ID Logistics, Rosenbauer). A l'inverse 2 dossiers ont sous performé en raison de déceptions lors des publications (Tubacex, CM.Com).



Performances du 24/06/2025 au 16/01/2026

En €	Performance	Capi. (M€)	Recommandation	Cours	OC
Klöckner & Co. SE	93.7%	1 101	Surperformance	11.0	11.0
Tecnicas Reunidas	67.2%	2 165	Surperformance	30.9	35.0
Doosan Skoda Power **	46.6%	13 446 CZK	Neutre	421.5 CZK	415.0 CZK
Compagnie des Alpes	31.6%	1 266	Surperformance	25.0	27.0
Rosenbauer	14.8%	492	Surperformance	48.2	60.0
ID Logistics	8.3%	2 672	Surperformance	433.0	500.0
Sword Group	4.9%	360	Surperformance	37.8	47.0
Tubacex	-15.8%	426	Surperformance	3.4	4.0
CM.com*	-33.3%	145	Surperformance	4.5	7.5

*Sortie le 22/10/2025

** Sortie le 02/10/2025

Tableau n°26 - Sources : FactSet, ODDO BHF Securities



NOUVELLE LISTE EUROPEAN NEXTCAP S1 2026

Pour S1 2026, nous souhaitons privilégier plusieurs typologies de sociétés : 1/ des expositions au secteur de la défense (Steyr Motors) et au rebond industriel en Europe (Jacquet Metals, Jost-Werke, Thermador Groupe), 2/ offrant un fort potentiel de croissance dans la tech (Comet, PVA Tepla) ou de rebond dans les Services IT (Wavestone) et 3/ redevenus plus « value » avec toujours de belles perspectives de développement (Corbion, Equasens, Rosenbauer).

Liste ODDO BHF European Nextcap S1 2026

Société	Pays	Secteur	Capi. (M€)	Cours (€)	OC (€)	Potentiel
Comet		Semiconducteur	2 062 MCHF	265.4 CHF	310.0 CHF	+16.8%
Corbion		Alimentation	1 109	19.2	25.0	+30.1%
Equasens		Logiciels	614	40.5	56.0	+38.3%
Jacquet Metals		Distribution spécialisée	467	21.2	27.0	+22.7%
Jost-Werke SE		Equipementiers Automobiles	893	59.9	70.0	+16.9%
PVA Tepla		Semiconducteur	602	27.6	37.0	+33.7%
Rosenbauer		Biens d'équipement	478	46.9	60.0	+27.9%
Steyr Motors		Aéronautique Armement	218	41.9	75.0	+79.0%
Thermador Groupe		Distribution spécialisée	673	73.2	93.0	+27.0%
Wavestone		Services informatiques	1 490	59.8	70.0	+17.1%

Tableau 27 – Source: ODDO BHF Securities

En parallèle de notre liste, quelques idées se présentent également dans le secteur de la **Biotech** qui devrait profiter d'un environnement macro plus concilient en 2026 avec i/ des taux directeurs qui devraient à minima se maintenir, sinon baisser, allégeant ainsi la charge des financements des sociétés du secteur, ii/ une pression politique qui devrait s'estomper notamment en lien avec la thématique des prix des traitements aux USA et iii/ un environnement réglementaire plus accommodant pour soutenir la compétitivité de la R&D notamment en Europe en réponse aux programmes d'investissements présentés par les big pharma aux USA (l'UE vient d'annoncer en décembre dernier un nouveau Biotech Act mettant en avant notamment plus de programmes de financements et des extensions de protections brevetaires à titre d'exemple). Au-delà de la macro, les fondamentaux (newsflow clinique et réglementaire) devraient continuer à guider les performances du secteur. Le Forum ODDO BHF qui s'est tenu à Lyon a permis aux sociétés de notre couverture de revenir sur les dernières évolutions de leurs activités ainsi que les potentiels catalyseurs de court terme.

Au-delà de la thèse M&A autour d'**Abivax (Surperformance, OC 88 €)**, nous retenons notamment **Valneva (Surperformance, OC 7 €)**, qui devrait divulguer dans ces prochaines semaines ses résultats de phase III de son candidat vaccin dans la maladie de Lyme (en partenariat avec Pfizer). **Medincell (Surperformance, OC 34 €)**, devrait également bénéficier d'un newsflow commercial, réglementaire et clinique dense en cette année avec l'approbation espérée au S2 de son second actif, Olanzapine LAI, et l'entrée en clinique du premier candidat médicament en partenariat avec Abbvie. En parallèle, nous devrions avoir un peu plus de données cliniques autour de JNJ-1900, le candidat médicament développé par **Nanobiotix (Surperformance, OC 28 €)**, en partenariat avec JnJ.



Comet	Reco Surperformance	Cours 265.4 CHF	OC 310.0 CHF	Martin Marandon-Carlhian +33 (0)1 55 35 42 54 martin.marandon-Carlhian@oddo-bhf.com
-------	------------------------	--------------------	-----------------	---

BUSINESS DESCRIPTION :

Comet est un groupe suisse leader pour les solutions de contrôle et d'inspection dans les semiconducteurs, spécialisé dans le contrôle du plasma par radiofréquence (RF) et l'inspection par rayons X.

La division Plasma Control Technologies (PCT, ~60% du CA) adresse la fabrication de semiconducteurs (déposition/etching). L'activité X-Ray représentant 40% du CA est dédiée à l'inspection de divers segments (électronique, auto, défense, aérospatial...) via la vente de modules (IXM, ~20% du CA) ou de systèmes complets (IXS, ~20%).

Il détient une position de leader sur certains segments (70% de PdM pour les condensateurs sous vide, 40% de PdM pour les matchboxes, monopole pour les modules rayons X), et de challenger sur d'autres (générateurs RF, inspection X-Ray pour semi).

INVESTMENT CASE :

- **Supercycle mémoire** : Comet bénéficie d'une des plus fortes expositions en Europe à la mémoire (>1/3 du CA), le segment qui devrait croître le plus vite sur 2026/27 en conséquence du fort déséquilibre offre-demande. La tension extrême sur la mémoire (prix DRAM/NAND à >+50% sur le T4), tirée par l'IA et la reprise des marchés PC/smartphones, suggère un important besoin de nouvelles capacités dès 2026 (~+30% selon nous). Comet va directement bénéficier de ces investissements, notamment sur la NAND (~20-25% du CA), où les ajouts de capacités sur 2023/25 ont été très limités et tirés par des upgrades, dont Comet a peu bénéficié et qui ne suffisent désormais plus.
- **Transition tech et Synertia en soutien sur 2026** : Comet devrait aussi profiter des transitions vers le 2nm/GAA dans la logique (favorable à la déposition/etching) et de l'adoption du système Synertia (~+4 pts de croissance par an).
- **Optionnalité sur l'inspection X-Ray pour les semis** : sur l'inspection, la division IXS est en difficulté avec un CA au plus bas depuis >10 ans, avec des pertes de PdM en Chine sur l'auto. Comet entend repositionner IXS sur les semis (système CA20) via l'inspection X-Ray de packaging avancé. Si le segment est prometteur, le succès commercial est incertain (compétition intense, concurrence de l'ultrason). Nous avons ainsi exclu cette opportunité de nos prévisions. En cas de succès, nous calculons un upside >15% sur le BPA. En cas d'échec, Comet pourrait céder IXS, avec une relation >400 pb sur la MOP.
- **Un fort levier opérationnel** : à cela se rajoute un fort levier opérationnel (coûts fixes >50%, MOP divisé par ~2x depuis dernier haut de cycle), avec un triplement du BPA sur 2 ans selon nos estimations.

VALORISATION :

- **OC de 310 CHF** : le titre est loin de refléter la forte reprise des bénéfices que nous anticipons sur 2026/28e, laissant de la place pour un rerating significatif, selon nous. OC calculé à partir d'un DCF (50%), multiple historique (25%) et multiple de comparables (25%).
- Prospectif à 12m 20x l'EBITDA : en ligne avec sa moyenne sur 5 ans (19x) et ses comparables (18x), malgré un momentum très favorable et en accélération sur les 2 prochaines années.



Corbion	Reco Surperformance	Cours 19.2 €	OC 25.0 €	Robert Jan Vos +31 6 534 67119 robertjan.vos@aa-ob.com
----------------	-------------------------------	------------------------	---------------------	---

BUSINESS DESCRIPTION :

Corbion is a producer of sustainable ingredient solutions for food and biochemicals. It is global market leader in lactic acid and lactic acid derivatives (fermentation), and a leading company in functional enzyme blends, minerals, vitamins, and algae ingredients. Together with energy company TotalEnergies, Corbion has a joint venture (50-50) for the plant-based production of bio-plastic (PLA). Corbion has a high (c.60%) sales exposure to the US dollar.

In 2024, Corbion generated sales of € 1,288m, EBITDA of € 175m, net profit of € 192m, and EPS of € 2.50. Its workforce was 2,399 FTEs, net debt amounted to € 460m, and covenant net debt/EBITDA was 2.1x in 2024. At its Capital Markets Day of November 2025, the group announced new ambitions for the coming years, as well as its intention to sell its stake in the PLA joint venture.

INVESTMENT CASE :

- Corbion addresses several trends and opportunities, including the rising health consciousness among consumers (strong demand for healthier products), the de-labelling trend among producers (less artificial additives), the ecologically undesirable impact from oil-based products (addressed via the PLA joint venture with TotalEnergies), and the de-skilling trend at bakeries (addressed by offering holistic product solutions).
- Following a material step to deleverage (by selling its non-core emulsifiers business for € 253m), Corbion increased its focus on cash generation going forward. The group's most recent results showed a decent performance by its two main divisions, while growth at its PLA joint venture moderated and commoditisation of the JV's products led to an EBITDA margin drop to low-single-digit levels.
- At its most recent Capital Markets Day of 20 November of last year, Corbion unveiled its BRIGHT 2030 strategy, focusing on acceleration of clean-label preservation and formulation in food, expansion of algal fermentation beyond omega-3 oils and unlocking opportunities in pet food and human nutrition, foster growth in biomedical polymers, and the disposal of its stake in the PLA joint venture.
- The group's financial objectives for 2026-2028 are organic sales growth of 3-6% p.a., an adjusted EBITDA margin of around 18% by 2028, and cumulative Free Cash Flow of € 270m (and capex of € 255m) in 2026-2028. Also, the group expects working capital as percentage of sales of around 24%, net debt/EBITDA of 1.5-2.5x, adjusted EPS growth of a double-digit percentage p.a., and ROCE of about 13% by 2028.
- Assuming a decent price (Corbion is not a forced seller), we expect that the disposal of Corbion's stake in the PLA joint venture can be a positive share price catalyst, likely to occur somewhere in H1 2026.
- At the release of its 2025 results (26 February), we deem the announcement of a (multi-year) share buyback programme likely, which we expect to act as a positive share price catalyst.

VALORISATION :

- Corbion is attractively valued when looking at DCF, historical multiples and peer valuation multiples. Our € 25 TP implies 12-month forward-looking multiples of EV/EBITDA of 8.5x, EV/EBIT of 14.6x, and P/E of 16.9x (10-year averages: 11.6x, 18.5x, and 21.2x, respectively). Peers are trading at 11.1x, 14.3x, and 15.8x, respectively. DCF- and SOTP/share both point materially over € 30/share.

Equasens	Reco Surperformance	Cours 40.5 €	OC 56 €	Aurelien Sivignon +33 (0)4 72 68 27 19 aurelien.sivignon@oddo-bhf.com
-----------------	-------------------------------	------------------------	-------------------	--

BUSINESS DESCRIPTION :

Equasens est spécialisé dans l'édition de solutions technologiques et logiciels de santé. Historiquement positionné sur les pharmacies (leader en France, >40% PdM), le groupe s'est diversifié (EHPAD, hôpitaux, libéraux) et internationalisé (Allemagne, Italie, etc.), notamment par croissance externe.

Equasens est aujourd'hui organisé en 5 divisions : i/ Pharmagest (75% du CA) : logiciels et solutions connectées pour les pharmacies, ii/ Axigate Link (15%) : logiciels pour les EHPAD et services médico-sociaux, iii/ Medical solutions (5%) : logiciels pour les médecins, chirurgiens et auxiliaires médicaux, iv/ e-Connect (4%) : appareils et dispositifs connectés, v/ Fintech (1%) : solutions de financement de biens en location.

INVESTMENT CASE :

- **Momentum de nouveau bien orienté en 2026.** Après plusieurs trimestres difficiles, 2025 a vu le retour d'une croissance dynamique. Les perspectives sont aussi positives pour 2026, qui devrait être une nouvelle année de croissance volontariste. La croissance sera notamment portée par l'Italie avec une poursuite des gains de PdM dans les officines alors que le groupe commence aussi à déployer sur ce marché ses autres offres d'équipements (étiquettes électroniques en l'occurrence). Globalement, le message est positif quant à une poursuite de la croissance sur la division Pharmagest (< 70% du CA) alors que les autres divisions et notamment Axigate sont également bien orientées.
- **Le point bas sur les marges atteint en 2025 même si la recovery sera graduelle.** L'exercice 2025 devrait bien marquer un point bas sur la rentabilité (ODDO BHF : MOC 20.3%) même si le S2 marquera une reprise par rapport au S1. Au regard de la croissance attendue en 2026, le groupe devrait être en mesure de faire progresser de nouveau sa rentabilité même si le retour à une MOC de 25% sera progressif (2028 selon nos prévisions). Sachant que le groupe maintiendra un niveau d'investissements élevé sur les prochains exercices (R&D, ventes), en particulier en Italie et en Allemagne.
- **Le M&A pour booster la croissance et la diversification.** Equasens a annoncé début janvier l'acquisition d'Erevo, spécialiste de la formation numérique des professionnels de santé en France. Erevo affiche une forte dynamique de croissance (+45% en 2025) sur un marché en croissance structurelle (>10% par an). Equasens souhaite poursuivre sa stratégie M&A bolt-on visant à développer notamment l'offre de services autour des logiciels. Nous excluons pour le moment un deal plus structurant, Equasens souhaitant conserver une forte sélectivité dans sa croissance externe.
- **Evolution au sein de la gouvernance pour redonner de l'élan à l'equity story?** Le président M. Chapusot ne devrait a priori pas repartir sur un nouveau mandat lors de la prochaine assemblée générale en juin 2026.

VALORISATION :

- Notre OC s'établit à 56 € (DCF/comparables). Nous considérons la valorisation attractive (VE/EBIT 10.5x 2026), en particulier au regard des multiples public to private sur les dernières opérations (>22x).



Jacquet Metals	Reco Surperformance	Cours 21.2 €	OC 27.0 €
----------------	------------------------	-----------------	--------------

Jérémy Garnier
+33 (0)4 72 68 27 11
Jeremy.garnier@oddo-bhf.com

BUSINESS DESCRIPTION :

Positionné sur des marchés de niche, Jacquet Metals est un distributeur d'aciers spéciaux, leader en Europe (part de marché estimée à 20%) également présent en Asie et en Amérique du Nord. Les aciers spéciaux dans leur ensemble représentent moins de 5% de la production mondiale d'acier.

Avec 124 centres de distribution, JM intervient via 3 lignes : 1/ aciers pour la mécanique (IMS Group / 49% du CA), produits longs à destination des secteurs mécanique générale, Travaux Publics, matériel agricole, 2/ produits long inox (Stappert / 28%) et 3/ tôles quarto inox (Jacquet / 23% du CA) toutes les deux à destination des secteurs chimie, agroalimentaire, énergie et environnement. Face à une concurrence fragmentée, JM bénéficie de positions fortes en Europe (90% du CA, dont Allemagne 32% et France 10%) et d'opportunités en Amérique du Nord (8% du CA).

INVESTMENT CASE :

- **Forte exposition aux investissements industriels européens (90% du CA)**, principalement l'Allemagne (32%), la France (10%) et l'Italie (8%) et développement des gammes de produits hors de France (IMS Group en Europe du Nord et de l'Est, Stappert en Europe de l'Ouest, Jacquet en Allemagne et aux USA...). Progression en organique aux US (8% des ventes) dans un marché à fort potentiel.
- **Un point bas qui pourrait avoir été atteint sur les volumes**: après 4 années de baisse des volumes (-20% depuis 2022) les volumes devraient repartir en légère progression cette année (+2%) avec i/ les premiers effets progressifs du plan de relance en Allemagne (infrastructure), ii/ l'exposition à la Défense encore petite mais grandissante et iii/ des indicateurs PMI France/Europe qui reviennent proches de 50.
- **Une remontée des prix attendue sur 2026 après plusieurs années au plus bas**: i/ division par 2 des quotas d'acier importé de l'étranger vers l'Europe et taxe de douane doublée à 50% (vs 25%) sur les livraisons excédentaires, ii/ impact positif de la mise en place de la taxe CBAM (taxe carbone aux frontières) au 1er janvier 2026 et iii/ reprise progressive des volumes. Estimation de notre analyste sectoriel pour 2026 sur l'ensemble des aciers : +10%.
- **Préservation des marges et optimisation de la génération de trésorerie** : le groupe a ajusté ses capacités de distribution à la baisse en Allemagne chez IMS (-30%) et continue d'avoir une approche prudente dans sa gestion opérationnelle. Les marges brutes restent bien maîtrisées. Les Capex sont plus faibles en 2025 (16M€, moins de projets), la dette nette devrait ainsi se réduire légèrement (165 M€).
- **Des opportunités de M&A** : Le groupe reste ouvert à de potentielles acquisitions (Europe essentiellement) avec une situation de trésorerie très assainie (Dette nette / Ebitda < 1.5x, gearing de 25%)

VALUATION :

- **OC de 27 €** : Sans toucher à nos estimations qui restent très prudentes pour 2026 (CA en légère croissance organique de 4% dont 2% prix et 2% volumes et EBITDA de 105 M€) et que nous pourrions être amenés à relever dans l'année en fonction du contexte, notre modèle DCF nous donne un OC de 27 € impliquant un multiple de 7x l'EBITDA 2026
- Au-delà du deal en cours sur le principal comparable européen Kloeckner (prix payé par Worthington Steel supérieur à 8x l'EBITDA 2026 pour un acteur plus gros mais avec une marge d'Ebitda divisée par deux vs JM), nous considérons que la valorisation actuelle du groupe offre encore un point d'entrée intéressant pour jouer une recovery progressive dans le secteur (prix, volumes, consolidation).

Jost-Werke SE	Reco Surperformance	Cours 59.9 €	OC 70 €
---------------	------------------------	-----------------	------------

Klaus Ringel
+49 (0) 69 718 3080
klaus.ringel@oddo-bhf.com

BUSINESS DESCRIPTION :

Jost is a leading global producer and supplier of safety-critical components and systems for commercial vehicles via its two business units: transport, with its three subdivisions truck and trailer (c. 54% of group sales), Hydraulics (c. 28%) and Agriculture (c. 18%).

It is the #1 global supplier for fifth-wheel couplings with a ~60% market share. In landing gear, it is #1 with a ~63% market share and in front loaders it is the global #1 with a market share of ~30% in Europe and North America. Its geographical sales split is as follows: Europe 28%, Americas 27% and APAC 25%.

INVESTMENT CASE :

- Following the acquisition of Hyva in early 2025, Jost has a more balanced regional footprint as well as a better diversified product portfolio (Transport, Hydraulics and Agriculture), which shall make its financial performance more robust over the cycle but also allow it to tap into several growth areas, like e.g. German infrastructure spending via its acquired Hydraulics business.
- Jost delivered a robust performance in its Q3 2025 with reported group sales +56% y-o-y to € 383m and an organic growth of +10% y-o-y across all regions and mainly driven by non-transport markets like construction and agriculture. Jost's group adjusted EBIT is +40% y-o-y to € 37m with an adjusted EBIT margin of 9.7%. Jost assured at our recent conferences in Lyon and NY that it is well on track to deliver on its FY 2025 guidance for group sales from continuing operations +40-50% y-o-y to c. € 1.55bn and group adjusted EBIT +23-28% y-o-y to c. € 142m, which implies an adjusted EBIT margin of ~9.1%.
- Overall, Jost's underlying markets are expected to show slight y-o-y growth in 2026, while FX remains an uncertainty. Jost is confident to outperform the broader market and sentiment of the industry is generally a bit more optimistic compared to H2 2025.
- While transport markets are at the low point of the cycle, Jost is expecting a continuation of the current decent/ strong momentum of its business in the construction and agricultural segments. Jost's mid-term targets out to 2030 -group sales >€ 2bn, an adj. EBIT margin in a range between 10.0-12.0% and an adj. EPS >€ 10/ share- promise profitable growth looking ahead.

VALORISATION :

- TP calculation is based on blending 12 months forward multiple valuation models based on P/E (€ 69) and EV/EBIT (€71).
- Undemanding trading multiples: 2027e P/E of 7.5x and EV/EBIT of 6.5x.



PVA Tepla	Reco Surperformance	Cours 27.9 €	OC 37.0 €	Maissa Keskes + 33(0)1 40 17 54 09 maissa.keskes@oddo-bhf.com
------------------	-------------------------------	------------------------	---------------------	--

BUSINESS DESCRIPTION :

PVA Tepla est un équipementier allemand opérant sur la chaîne de production des semiconducteurs, à la fois sur le front et le back end. Ses activités concernent les équipements de 'croissance' des cristaux de silicium et du silicium carbide ainsi que des équipements de métrologie et d'autres équipements industriels (systèmes sous vides ...)

PVA vise diminuer sa dépendance de la cyclicité du marché des wafers et renforcer ses activités en métrologie. De ce fait, il vise avoir un portefeuille plus résilient et équilibré en 2028 : 50% en provenance de métrologie (vs ~30% aujourd'hui) et 50% en provenance de 'material solutions' à savoir les systèmes de croissance des cristaux, les systèmes de plasma, les systèmes graphite cleaning...

PVA Tepla a été très actif en termes d'opérations de M&A. Le groupe a procédé à plusieurs opérations (de petite taille) pour étendre son offre et son exposition géographique.

INVESTMENT CASE :

- **Une histoire de croissance solide tirée notamment par son activité métrologie** où la technologie acoustique est désormais nécessaire pour les applications de packaging avancé et hybride bonding.
- **Gain des nouveaux clients:** la qualification de ses systèmes de métrologie par les principaux acteurs de l'industrie des semiconducteurs notamment TSMC, Samsung, Intel et Micron, devrait soutenir la croissance des commandes en 2026 et au-delà tiré par leurs feuilles de routes technologiques.
- La finalisation de la qualification de ses systèmes de métrologie, attendue en 2026, par deux nouveaux clients asiatiques (nous pensons à SK Hynix comme potentiel client).
- **Poursuite de la croissance en 2026** soutenue par les reports de livraison du T4 2025 au S1 2026.
- **Exposition à des nombreuses opportunités de croissance telles que l'éllipsométrie**, une méthode de métrologie optique et non destructive de mesure d'épaisseur de revêtement (coating) destinés aux marchés des semiconducteurs, **ainsi que la vision hyperspectrale** pour l'inspection non destructive de surface et de couches basées sur IA assurant la détection des défauts invisibles à l'œil nu. Il s'agit d'une nouvelle méthode qui n'existe pas encore dans la chaîne de valeur des semiconducteurs et est nécessaire pour les applications futures.
- L'émergence de nouveaux matériaux comme nitrure d'aluminium (AlN) devrait soutenir la croissance de ses systèmes de 'croissance' des cristaux

VALUATION :

- **Une valorisation attractive :** le titre se paie 13.6x l'EBITDA 2026e proche de sa moyenne historique de 5 ans mais en décote de 17% par rapport à ses principaux concurrents en métrologie (Sonoscan, Hitachi et Sonix). Au regard de son repositionnement stratégique et de ses perspectives de croissance structurelles, nous pensons que le marché est disposé à payer des multiples durablement plus élevés que par le passé.



Rosenbauer	Reco Surperformance	Cours 46.9 €	OC 75.0 €	Patrick Steiner +43 1 25 3121 6609 patrick.steiner@oddo-bhf.com
------------	------------------------	-----------------	--------------	---

BUSINESS DESCRIPTION :

Rosenbauer is the world's largest manufacturer of firefighting vehicles (municipal, ARFF and industrial trucks, hydraulic firefighting and rescue platforms). Covering the entire product range required by the fire-fighting sector, it is also a leading producer of fire & safety equipment, offers services & spare parts as well as preventive fire protection.

Its global footprint comprises 17 production centres in Austria, Germany, Slovenia, Italy, Spain, the US, Singapore and Saudi Arabia and enables the company to produce according to different technical requirements of the respective local markets. Around 70% of the business is generated with public sector customers.

INVESTMENT CASE :

- Rosenbauer is emancipating itself **from an operational and financial turnaround story to an earnings and margin growth centric case**. After the cap hike, the focus is margin and CF improvements, allowing ROIC to again reach value-generative territory. This is set against a backdrop of sound top line growth prospects, supported by a record order book and a compelling end-market outlook. It appears that under new majority owner and new management Rosenbauer is undergoing relevant structural and cultural changes.
- **2026e into limelight**. We forecast an EBIT improvement to € 103m and a margin of 6.3% (+80bp, initial 2025 ambition of >6%). In addition to the non-recurrence of one-offs (a burden of € 8m in Q1-3 25) and sales growth, this improvement is based on further operational enhancements, notably at the US sites and also within the preventive fire protection unit.
- Management considers the **longstanding EBIT margin benchmark of 7%** achievable over the mid-term. We forecast 6.8% to be reached in 2027e, but employ a rather range-bound level in the mid-6% range in the DCF.
- **Profitability drivers**: a better order-to-cash process (improved vehicle specification to avoid post-processing), enhanced controlling (to determine precisely where margin is gained or lost), rising contribution margins from US operations (roughly 1/3 of sales), more efficient and stable industrial processes, and expansion of the service and spare parts business (currently c.8% of sales, but with much higher margins). Regarding the latter, we understand it needs to be developed as a business model, with a greater focus on establishing it as a standalone value stream.
- **Convincing growth trajectory** reflected in an organic sales CAGR of c. 8% over the last two decades. The record order backlog of € 2.43bn (Q3 25) gives cause for optimism. Various industry studies estimate market size CAGRs ranging from around 3% to 7% until the end of the decade.

VALUATION :

- TP based on DCF (TG 1.5%, terminal margin 5.5%, WACC 8.3%) and economic profit (2026e post-tax ROIC 11%).
- Undemanding trading multiples: 2026e P/E of <9x, EV/EBITDA of c. 6x and P/B of 1.2x.

Steyr Motors	Reco Surperformance	Cours 42 €	OC 75.0 €	Patrick Steiner +43 1 25 3121 6609 patrick.steiner@oddo-bhf.com
--------------	------------------------	---------------	--------------	---

BUSINESS DESCRIPTION :

Steyr Motors is a highly specialized manufacturer of compact and high power-density diesel engines used in mission-critical defence and civil applications.

The company provides main propulsion engines for light tactical vehicles and boats as well as auxiliary power units for main battle tanks and locomotives.

Its diesel engines provide a power density of up to 70 kW per litre of displacement, significantly exceeding competitors' offerings and enabling a markedly better power-to-weight ratio, which is crucial in mission-critical applications such as rescue boats. Furthermore, Steyr Motors' engines offer multi-fuel capacities without lower performance or increased wear, as well as outstanding cold-start abilities (up to -46 degrees Celsius).

Multi-decade platform lifecycles of military vehicles using a Steyr Motors engine, combined with small batch sizes and high customisation, provide strong competitive positioning and high customer loyalty, as evidenced by strong operating margins and longstanding relationships with major blue-chip customers such as Thales, KNDS, UROVESA, and Defenture.

INVESTMENT CASE :

- As a niche supplier of highly customised diesel engines for defence and other mission-critical applications, Steyr Motors is well positioned to benefit from the upcoming defence super-cycle, as evidenced by a strong increase in order intake and high visibility on potential major order wins.
- While European defence budgets will naturally expand as a result of the NATO members' commitment to 5% of GDP on defence and security-related spending by 2035e, the investment share should also continue to grow from 19.5% in 2023 towards 40% by 2030e. Thus, every incremental unit of defence spend should pull a disproportionate share into equipment spend. As a result, we expect the total addressable market for main battle tank (MBT) auxiliary power units (APU) and light tactical vehicle (LTV) engines in Europe, which constitute Steyr Motors' core business, to double by 2030e, compared to 2024.
- Combined with the company's significant operating leverage and procurement-related cost savings potential, this should quadruple EBIT to €40m in 2027e, compared to 2024, and provide a profitable long-term growth trajectory thereafter.

VALUATION :

- DCF-based valuation framework
- We consider trading multiples as attractive with a 2027e EV/EBITDA multiple of about 4x and P/E of c. 6x. Multiple deflation is spurred by the company's strong growth and margin profile.



Thermador Groupe	Reco Surperformance	Cours 73.2 €	OC 93.0 €
-----------------------------	-------------------------------	------------------------	---------------------

Jérémy Garnier
+33 (0)4 72 68 27 11
Jeremy.garnier@oddo-bhf.com

BUSINESS DESCRIPTION :

Société française spécialisée dans la distribution de matériels pour la circulation des fluides dans le bâtiment et l'industrie auprès de grossistes européens et grandes surfaces de bricolage.

Thermador Groupe est organisée en holding contrôlant 20 filiales dont 18 commerciales, une pour la communication et une SCI pour la gestion de son parc immobilier. Positionné sur 4 marchés diversifiés (bâtiment, industrie, pompes domestiques, gros outillages) en ayant toujours la vocation d'être leader sur des gammes de niche permettant un avantage compétitif, le groupe dispose de plus de 570 fabricants partenaires et adresse plus de 31 000 clients avec une internationalisation progressive depuis 2006. La France représente encore un poids important du CA (80%).

INVESTMENT CASE :

- **Business model très résilient à travers les cycles (marge opérationnelle toujours > 12%) avec :** i/ une bonne gestion des stocks (~4 mois de CA, forte profondeur de gamme), ii/ une organisation décentralisée avec une gestion autonome de chacune des filiales (catalogue de produits bien définis, achats et pricing au sein des filiales et incentive des managers basé sur la rentabilité de chaque entité) et iii/ une forte valeur ajoutée des équipes support offrant du conseil, des services et des formations aux clients.
- **Positionnement sur des segments dont le trend est porteur à moyen terme:** rénovation énergétique et gestion de l'eau
- **Des conditions de marché qui devraient s'améliorer en 2026 après deux années difficiles en 2024 et 2025:** i/ le logement neuf repart légèrement en croissance (permis de construire + mises en chantier en France) après avoir touché le point bas (PBtub/Thermacome), ii/ la rénovation énergétique pâtit de l'incertitude politique en France et des interrogations sur l'évolution des subventions Maprimerenov (Thermador) mais les projets repartent et la demande est là avec la prise de relai des contrats CEE (pipe important de projets subventionnés), iii/ le bricolage reste marqué par un ralentissement de la consommation des ménages (Mecafer-Domac, Odrea) mais les attentes des distributeurs DIY sont bonnes pour la saison printanière et enfin l'Industrie (Sodeco, Sferaco) commence à envoyer quelques signaux de rebond (indice PMI France/Europe légèrement supérieur à 50).
- **Bonne résilience des indicateurs opérationnels :** la déflation est à présent finie avec une reprise de la hausse des prix attendue sur 2026. La marge commerciale reste bien maîtrisée (36%) et sera améliorée par l'effet dollar à partir du S2 25 (35% des achats en dollar). La marge opérationnelle devrait comme attendu progresser au S2 vs S1 puis en 2026 sous l'effet de la reprise des volumes.
- **Poursuite du M&A en 2026 :** le groupe affiche un excédent net de trésorerie de 37 M€ à fin octobre lui permettant de conserver une stratégie active M&A: recherches d'opportunités prioritairement en Europe dans le secteur Industrie voire gestion de l'eau. En parallèle, le management est très satisfait de la bonne intégration des acquisitions réalisées : C2ai (CA de 10 M€) et Quilinox (14 M€ de CA).

VALUATION :

- **OC de 93 € (DCF) :** fondamentaux solides avec une bonne préservation des marges et une solide génération de trésorerie. Point bas qui semble avoir été touché en 2025 limitant le risque de downside à court terme.
- **VE/EBIT 2026e 9x:** valorisation très raisonnable compte tenu du track record et de la moyenne historique (VE/Ebit de 11x)



Wavestone	Reco Surperformance	Cours 59.8 €	OC 70.0 €
------------------	-------------------------------	------------------------	---------------------

Nicolas Thorez
+33 (0)4 72 68 27 28
nicolas.thorez@oddo-bhf.com

BUSINESS DESCRIPTION :

Wavestone est un cabinet de conseil indépendant, spécialisé dans la transformation des entreprises (dans le top 3 européen et dans le top 20 mondial suite au rapprochement avec Q_Perior).

Le cabinet, leader continental dans le conseil opérationnel avec >6000 consultants, continue d'étendre son activité à l'international (France 52%, Allemagne 24%, Suisse 9%, US 8%, UK 4%), avec une exposition sectorielle équilibrée (Energie 19%, Assurance 18%, Banque 15%, Auto/Industrie 15%...).

INVESTMENT CASE :

- **Le momentum opérationnel devrait s'améliorer dès T3 (fiscal)** : lors de notre forum à Lyon, le message du management est resté positif concernant l'évolution du contexte de marché et les tendances business court terme, de quoi rassurer sur la trajectoire de recovery, et conforter les guidances FY de la société (croissance org >0 ; marge d'EBIT ajusté c. 13%). Cette reprise est notamment accentuée par la bonne orientation des pratiques technologiques du cabinet (IA, SAP, Cybersécurité).
- **Potentiel de croissance intact des bénéficiaires à moyen terme (historiquement > au secteur)** : la société est confiante dans sa capacité à 1/ redynamiser sa topline dès FY 2026/27 (vers une croissance org. 'mid single-digit'), et 2/ continuer d'améliorer progressivement son profil de rentabilité (retour à 15% de marge d'ici 2027/28). Cette trajectoire est en partie sécurisée par plusieurs leviers (remontée du TACE, baisse de la sous-traitance, optimisation des overheads, upside sur ratio prix/salaire...). Cela se traduit par un CAGR 3 ans de >10% sur les EPS.
- **L'IA, plus d'opportunités que de risques pour WAVE (un des gagnants à court terme, et probablement à moyen terme)** : le niveau d'activité de la BU dédié IA est en forte augmentation, reflétant l'adoption croissante chez les clients et le début de passage à l'échelle sur certains projets (augmentation de la taille des tickets). Les revenus liés à l'IA devraient ainsi atteindre ~14% CA sur 2025/26 et >20% sur 2026/27, confirmant que Wavestone est bien positionné pour en bénéficier (l'évolution du narratif autour de l'IA pourrait constituer un facteur de revalorisation puissant sur le titre).
- La **situation financière saine de la société** (cash net de ~80 M€ à fin mars 2026 d'après nous) permet au groupe de rester **actif sur le M&A**, notamment aux US ou plus tactiquement en Europe, ce qui pourrait également nourrir le newsflow.

VALUATION :

- **Wavestone reste modérément valorisé malgré le récent re-rating**. Le titre est valorisé autour de 10x EBIT 12m fwd, en ligne avec les multiples sectoriels et encore en-dessous de la moyenne 10 ans de 11x (range historique 8-15x en fonction des cycles).
- Or, le **positionnement de Wavestone**, qui permet de bien capter la recovery du marché et surtout les opportunités liées à l'IA, devrait permettre désormais de **justifier d'une prime sectorielle plus durable sur le titre**.
- **Objectif de cours fixé à 70 € par action** (moyenne entre un DCF ; et l'application d'un multiple cible à 12x EBIT fwd), sur la base de prévisions/attentes relativement conservatrices à moyen/long terme.

Tableau n°28 – Source : ODDO BHF Securities



• **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.oddo-bhf.com/#disclaimer.**

Répartition des recommandations

		Surperformance	Neutre	Sous-performance
Ensemble de la couverture	(823)	51%	41%	9%
Contrats de liquidité	(126)	48%	44%	8%
Contrats de recherche	(78)	56%	40%	4%
Service de banque d'investissement	(62)	66%	29%	5%

Risque de conflits d'intérêts :

Services de banque d'investissement et/ou Distribution Si oui, spécifier le nom de l'émetteur concerné

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 pour d'autres prestations 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 d'autres prestations de services d'investissement réalisées au cours des 12 derniers mois ? Non

Contrat de recherche entre le groupe ODDO et l'émetteur Si oui, spécifier le nom de l'émetteur concerné

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 ? Non

Contrat de liquidité et market-making Si oui, spécifier le nom de l'émetteur concerné

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 Si oui, spécifier le nom de l'émetteur concerné

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. Non

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

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 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

Etude Transversale

mardi 20 janvier 2026



Toutes les déclarations relatives aux conflits d'intérêts de toutes les sociétés mentionnées dans le présent document peuvent être consultées sur le site de la recherche de ODDO BHF: www.securities.oddo-bhf.com/#disclaimer.



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 la Banque d'Investissement de ODDO BHF SCA (« ODDO BHF »), 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 de ODDO BHF ; elle ne saurait être divulguée à un tiers sans le consentement préalable et écrit de ODDO BHF. 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 BHF 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 la Banque d'Investissement de ODDO BHF SCA (« ODDO BHF »). 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 BHF, 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 les transactions réalisées par ODDO BHF, 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 BHF.

- Ni ONY, ni ODDO BHF 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 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 BHF, ou ONY à l'exception des cas mentionnés dans le paragraphe intitulé « Risques de conflits d'intérêts » ;
- ODDO BHF peut, 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 BHF, 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 BHF, 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 car ODDO BHF 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 % de ODDO BHF SCA; Louis paul ROGER, Président (louis-paul.roger@ny.oddo-bhf.com) 150 East 52nd Street New York, NY 10022 646-286-2137.

Vous pouvez consulter les mentions des conflits d'intérêts de toutes les sociétés mentionnées dans ce document sur le [site de la recherche](#) de Oddo BHF.