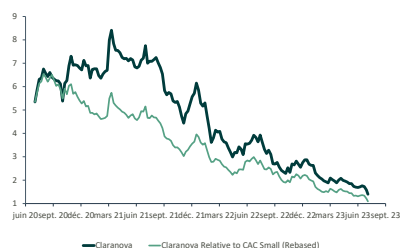


# Claranova

**Neutre** → | **Objectif 2.30 €**
**Cours (02/08/2023) : 1.40 € | Potentiel : 64%**

Révision	06/23e	06/24e
BPA	15.5%	3.8%

## CA T4 : 'miss' sur la guidance topline, priorité donnée à la rentabilité

**Date publication: 03/08/2023 06:52**
**Date rédaction: 02/08/2023 19:42**

**Sources : ODDO BHF Securities, SIX**
**Données produit**
**CLA FP | AVQ.PA**

Capitalisation boursière (M€)		80
VE (M€)		132
Extrêmes 12 mois (€)	1.40 -	3.93
Flottant (%)		78.6

Performance (%)	1m	3m	12m
Performance absolue	-17.1	-31.5	-61.1
Perf. rel. Indice Pays	-16.9	-31.5	-63.1
Perf. rel. CAC Small	-16.5	-32.3	-59.4

Comptes	06/23e	06/24e	06/25e
CA (M€)	507	531	560
EBITDA (M€)	34.6	42.4	48.4
EBIT courant (M€)	25.0	32.6	39.5
RNpg (M€)	1	11.7	20.6
BPA (€)	0.02	0.20	0.36
DNA (€)	0.00	0.00	0.00

P/E (x)	144.9	6.8	3.9
P/B (x)	ns	7.1	2.5
Rendement (%)	0.0	0.0	0.0
FCF yield (%)	9.6	28.5	40.2
VE/CA (x)	0.4	0.2	0.2
VE/EBITDA (x)	5.6	3.1	2.1
VE/EBIT courant (x)	7.7	4.0	2.5
Gearing (%)	ns	202	-6
Dettes nettes/EBITDA (x)	1.7	0.8	0.0

**Next Events**

11/10/2023	FY Results
08/11/2023	Q1 Sales

### CA T4 à 102 M€ (-2%), soit une croissance FY de 7% en publié (vs cible à 10%)

Claranova a publié hier après Bourse au titre du T4 2022/23 (clôture à fin juin) un CA de 102 M€ (vs ODDO BHF 105 M€), en léger repli de 1% en données publiées et en légère croissance de 2% en organique. Ce niveau d'activité se situe 3% en-dessous de nos attentes initiales (déjà prudentes), principalement lié à un trade-off interne tourné vers la rentabilité et un effet Forex très défavorable (-4 pt sur le T4). En substance, 1/ PlanetArt (66% des ventes) affiche un repli de 10% dont -5% org, et peine à retrouver durablement le chemin de la croissance org malgré une base de comparaison encore favorable et des canaux marketing en partie reconstitués, 2/ Avanquest (30% des ventes) accélère sa croissance à 16% y-o-y dont +15% org, et 3/ myDevices double son CA à 3 M€ et continue de monter progressivement en puissance au T4. Au global, le groupe affiche un CA annuel 2022/23 de 507 M€ (vs ODDO BHF 511 M€), en croissance de 7% dont 2% org, i.e. un 'miss' par rapport à la guidance initiale d'une croissance de 10% en publié (cet objectif nous paraissait déjà challenging et difficile à tenir compte tenu de l'orientation des Forex).

**CA T4 2022/23**

En M€	Publié	Attendu	N-1	Var. y/y
PlanetArt	68	74	76	-10% (-5% org)
Avanquest	30	29	26	+16% (15% org)
MyDevices	3	2	2	+98% (92% org)
<b>CA T4 2022/23</b>	<b>102</b>	<b>105</b>	<b>103</b>	<b>-1% (2% org)</b>
<b>CA FY 2022/23</b>	<b>507</b>	<b>511</b>	<b>474</b>	<b>7% (2% org)</b>

**Sources : ODDO BHF Securities, société**

### CLA confirme son objectif de faire croître le ROC normalisé de 25% à 30%

Concernant les perspectives, et avec une priorité donnée à la rentabilité en fin d'exercice, Claranova reconfirme son objectif de faire croître le ROC normalisé de 25% à 30% sur l'exercice (sur la base d'un €/€ à 1.03) avec une rentabilité S2 en amélioration et une saisonnalité moins marquée que les années précédentes. Compte tenu des effets de changes défavorables sur le T4 fiscal, et d'une dynamique sous-jacente encore faible, le bas de fourchette de cette guidance apparaît toutefois plus réaliste (ODDO BHF 31.4 M€, en progression de 23% y-o-y). D'après un contact société, nous comprenons que l'inflation sur les COGS et les Opex a été en partie compensée par une optimisation de la structure de coûts en interne. Par ailleurs, l'ambition du groupe est de porter le niveau de profitabilité à 10% d'ici l'exercice prochain, en s'appuyant notamment sur Avanquest, qui devrait afficher des métriques séduisantes (20% de croissance et ROC >20%) après une phase de recentrage quasi-achevée.

### Opinion Neutre réitérée, OC inchangé à 2.3 € (post-dilution liée à l'AK)

Au global, cette publication offre encore une lecture contrastée et n'est pas de nature à rassurer sur la dynamique de croissance org à court terme. Nous considérons toujours qu'il faudra encore du temps pour retrouver une trajectoire de croissance rentable et durable à même de séduire et restaurer la confiance de la communauté financière (équation économique à confirmer sur PlanetArt, dynamique positive à confirmer sur Avanquest, décollage à matérialiser sur myDevices). De plus, l'AK récente (par conversion de dette) a permis de renforcer les fonds propres mais ne pourra être intégrée dans les comptes clos à fin juin 2023, ce qui laisse encore un accès limité au financement pour le groupe. Dans ce contexte, malgré une valorisation fondamentale encore « au tapis », et un upside théorique important en affichage (qui pourrait, selon nous, être en partie extériorisé via spin-off d'une des divisions), nous maintenons notre opinion Neutre avec un OC inchangé à 2.3 € (post-dilution liée à la récente augmentation de capital).

**Nicolas Thorez (Analyste)**
**Risque de conflits d'intérêts:**

ODDO BHF SCA ou sa filiale ABN AMRO - ODDO BHF B.V. et l'émetteur ont convenu de la fourniture, par le premier au second d'un service de production et de diffusion de la recommandation d'investissement sur ledit émetteur. ODDO BHF 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.

Document non contractuel, strictement limité à l'usage privé du destinataire, les informations fournies dans ce document proviennent de sources dignes de foi mais ne peuvent être garanties. Les appréciations formulées reflètent notre opinion à la date de publication et sont donc susceptibles d'être révisées ultérieurement.



AVQ.PA | CLA FP  
Logiciels | France

Neutre

Cours actuel 1.40 €

Upside 64.29%

OC 2.30 €

DONNEES PAR ACTION (€)	06/18	06/19	06/20	06/21	06/22	06/23e	06/24e	06/25e
BPA corrigé	0.03	0.18	0.01	0.21	-0.19	0.02	0.20	0.36
<b>BPA publié</b>	<b>-0.21</b>	<b>-1.03</b>	<b>0.01</b>	<b>0.26</b>	<b>-0.23</b>	<b>0.02</b>	<b>0.21</b>	<b>0.36</b>
Croissance du BPA corrigé	ns	ns	-94.1%	ns	ns	ns	ns	76.3%
BPA consensus								
Dividende par action	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
FCF to equity par action	0.13	0.12	0.72	0.38	0.31	0.25	0.40	0.56
Book value par action	0.33	1.34	1.29	1.70	-0.03	-0.01	0.20	0.56
Nombre d'actions ordinaires fin de période (M)	39.36	39.44	39.44	39.73	45.99	45.99	57.21	57.21
Nombre d'actions moyen dilué (M)	40.74	49.02	49.02	49.02	55.31	55.26	57.61	57.61
VALORISATION (M€)	06/18	06/19	06/20	06/21	06/22	06/23e	06/24e	06/25e
Cours le plus haut (€)	5.4	11.5	9.3	8.3	8.8	6.4	2.9	
Cours le plus bas (€)	1.7	4.9	6.2	3.0	4.4	2.3	1.4	
(*) Cours de référence (€)	6.9	7.9	6.8	6.7	5.2	2.6	1.4	1.4
Capitalisation	273	310	269	265	237	118	80.1	80.1
Endettement net retraité	-37.5	-23.6	-13.9	-25.3	71.2	57.5	32.3	-2.2
Intérêts minoritaires réévalués	13.6	22.1	22.1	22.1	22.1	22.1	22.1	22.1
Immobilisations financières réévaluées	0.4	1.5	5.2	5.1	7.7	5.2	2.7	0.2
Provisions (y compris réserve)	0.0	42.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>VE</b>	<b>249</b>	<b>350</b>	<b>271</b>	<b>257</b>	<b>323</b>	<b>193</b>	<b>132</b>	<b>99.8</b>
<b>P/E (x)</b>	<b>181</b>	<b>45.9</b>	<b>650</b>	<b>31.4</b>	<b>ns</b>	<b>145</b>	<b>6.8</b>	<b>3.9</b>
P/CF (x)	ns	27.5	38.3	11.4	18.3	10.9	3.5	2.5
Rendement	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
FCF yield	1.9%	1.5%	10.6%	5.6%	5.9%	9.6%	28.5%	40.2%
PBV incl. GW (x)	21.33	5.88	5.27	3.93	ns	ns	7.05	2.49
PBV excl. GW (x)	21.33	624	548	17.41	ns	ns	ns	ns
VE/CA (x)	1.54	1.33	0.66	0.54	0.68	0.38	0.25	0.18
VE/EBITDA (x)	69.1	21.5	13.2	6.8	11.4	5.6	3.1	2.1
<b>VE/EBIT courant (x)</b>	<b>ns</b>	<b>24.0</b>	<b>20.3</b>	<b>8.8</b>	<b>17.2</b>	<b>7.7</b>	<b>4.0</b>	<b>2.5</b>
(*) cours moyen jusqu'à n-1 cours actuel à partir de n								
COMPTE DE RESULTAT (M€)	06/18	06/19	06/20	06/21	06/22	06/23e	06/24e	06/25e
CA	162	262	409	472	474	507	531	560
EBITDA ajusté	3.6	16.3	20.6	37.8	28.4	34.6	42.4	48.4
Dotations aux amortissements	-7.6	-1.7	-7.2	-8.6	-9.6	-9.7	-9.8	-8.9
<b>EBIT courant</b>	<b>-4.0</b>	<b>14.6</b>	<b>13.4</b>	<b>29.2</b>	<b>18.8</b>	<b>25.0</b>	<b>32.6</b>	<b>39.5</b>
EBIT publié	-6.4	11.7	7.8	24.8	18.1	22.4	31.0	37.8
Résultat financier	-0.3	-49.1	-4.5	-6.8	-22.3	-17.0	-11.0	-6.0
Impôt sur les sociétés	-1.8	-3.7	-2.1	-3.8	-5.7	-4.3	-7.0	-8.9
Mise en équivalence	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Activités cédées ou en cours	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Intérêts minoritaires	0.2	0.6	-0.7	-3.7	-0.5	-0.1	-1.3	-2.3
RNpg publié	-8.2	-40.5	0.5	10.4	-10.4	1.0	11.7	20.6
<b>RNCpg ajusté</b>	<b>1.3</b>	<b>8.7</b>	<b>0.5</b>	<b>10.4</b>	<b>-10.4</b>	<b>1.0</b>	<b>11.7</b>	<b>20.6</b>
BILAN (M€)	06/18	06/19	06/20	06/21	06/22	06/23e	06/24e	06/25e
Survaleurs	0.0	63.0	61.7	64.4	82.3	82.3	82.3	82.3
Autres actifs incorporels	0.5	6.9	8.8	13.1	14.3	7.4	1.4	-1.6
Immobilisations corporelles	0.2	1.4	5.9	5.2	5.6	4.7	2.8	-1.3
BFR	-24.2	-31.0	-30.9	-26.8	-33.5	-35.9	-37.6	-39.6
Immobilisations financières	0.4	1.5	5.2	5.1	7.7	5.2	2.7	0.2
Capitaux propres pg	12.5	52.6	50.6	67.0	-1.4	-0.4	11.3	31.9
Capitaux propres minoritaires	1.8	11.0	11.7	16.2	3.3	3.4	4.7	7.0
Capitaux propres	14.3	63.6	62.3	83.2	1.9	3.0	16.0	38.9
Provisions	0.1	1.8	2.3	3.1	3.3	3.3	3.3	3.3
<b>Endettement net</b>	<b>-37.5</b>	<b>-23.6</b>	<b>-13.9</b>	<b>-25.3</b>	<b>71.2</b>	<b>57.5</b>	<b>32.3</b>	<b>-2.2</b>
TABEAU DE FLUX (M€)	06/18	06/19	06/20	06/21	06/22	06/23e	06/24e	06/25e
EBITDA	3.6	16.3	20.6	37.8	28.4	34.6	42.4	48.4
Var. BFR	7.9	-4.1	22.5	-4.4	3.2	2.4	1.7	2.1
Frais financiers & taxes	-1.2	-3.8	-7.3	-5.8	-5.8	-21.3	-18.0	-14.9
Autres flux opérationnels	-5.2	-1.2	-6.4	-8.9	-9.7	-2.5	-1.6	-1.7
Operating Cash flow	5.2	7.2	29.5	18.7	16.1	13.1	24.6	33.8
Capex	-0.1	-2.5	-1.2	-3.8	-2.1	-1.9	-1.9	-1.9
<b>Free cash-flow</b>	<b>5.1</b>	<b>4.7</b>	<b>28.3</b>	<b>14.9</b>	<b>14.0</b>	<b>11.2</b>	<b>22.7</b>	<b>32.0</b>
Acquisitions / Cessions	0.0	0.0	0.0	-2.6	1.9	2.5	2.5	2.5
Dividendes	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Var. Capitaux propres	2.0	-1.4	0.0	2.4	13.3	0.0	0.0	0.0
Autres	13.6	-13.3	-31.4	-3.8	-73.4	0.0	0.0	0.0
Var. trésorerie nette	20.8	-9.8	-3.9	12.5	-38.9	13.7	25.2	34.5
CROISSANCE MARGES RENTABILITE	06/18	06/19	06/20	06/21	06/22	06/23e	06/24e	06/25e
Croissance du CA publiée	24.0%	62.4%	56.0%	15.3%	0.4%	7.1%	4.8%	5.5%
<b>Croissance du CA organique</b>	<b>24.0%</b>	<b>33.1%</b>	<b>22.4%</b>	<b>13.7%</b>	<b>-1.2%</b>	<b>1.8%</b>	<b>4.8%</b>	<b>5.5%</b>
Croissance de l'EBIT courant	ns	ns	-8.2%	ns	-35.5%	32.7%	30.7%	21.2%
Croissance du BPA corrigé	ns	ns	-94.1%	ns	ns	ns	ns	76.3%
Marge nette ajustée	0.8%	3.3%	0.1%	2.2%	-2.2%	0.2%	2.2%	3.7%
<b>Marge d'EBITDA</b>	<b>2.2%</b>	<b>6.2%</b>	<b>5.0%</b>	<b>8.0%</b>	<b>6.0%</b>	<b>6.8%</b>	<b>8.0%</b>	<b>8.6%</b>
<b>Marge d'EBIT courant</b>	<b>-2.5%</b>	<b>5.6%</b>	<b>3.3%</b>	<b>6.2%</b>	<b>4.0%</b>	<b>4.9%</b>	<b>6.1%</b>	<b>7.1%</b>
Capex / CA	-0.1%	-1.0%	-0.3%	-0.8%	-0.5%	-0.4%	-0.4%	-0.3%
BFR / CA	-15.0%	-11.8%	-7.6%	-5.7%	-7.1%	-7.1%	-7.1%	-7.1%
Taux d'IS apparent	-27.0%	-9.9%	63.4%	21.4%	ns	80.0%	35.0%	28.0%
Taux d'IS normatif	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
Rotation de l'actif (CA / Actif Economique) (x)	-8.4	31.2	9.5	9.3	7.5	7.8	9.7	12.4
<b>ROCE post-tax (taux d'IS normatif)</b>	<b>15.7%</b>	<b>ns</b>	<b>23.4%</b>	<b>43.1%</b>	<b>22.5%</b>	<b>29.0%</b>	<b>44.7%</b>	<b>65.4%</b>
ROCE post-tax hors GW (taux d'IS normatif)	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
ROE	18.7%	26.7%	1.0%	17.6%	-31.7%	ns	ns	95.5%
RATIOS D'ENDETTEMENT	06/18	06/19	06/20	06/21	06/22	06/23e	06/24e	06/25e
Gearing	-262%	-37%	-22%	-30%	3 747%	1 926%	202%	-6%
Dette nette / Capitalisation (x)	-0.14	-0.08	-0.05	-0.10	0.30	0.49	0.40	-0.03
<b>Dette nette / EBITDA (x)</b>	<b>-10.42</b>	<b>-1.45</b>	<b>-0.67</b>	<b>-0.67</b>	<b>2.51</b>	<b>1.66</b>	<b>0.76</b>	<b>-0.05</b>
EBITDA / frais financiers nets (x)	14.4	8.6	4.0	5.8	1.3	2.0	3.9	8.1

Sources: ODDO BHF Securities, SIX



• **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.oddobhf.com/#disclaimer](http://www.securities.oddobhf.com/#disclaimer).**

**Historique des changements des recommandations et des objectifs de cours sur les 12 derniers mois**

Date	Recomm.	Objectif (EUR)	Cours (EUR)	Analyste
13/07/23	Neutre	2.30	1.77	Nicolas Thorez
11/05/23	Neutre	3.00	2.13	Nicolas Thorez
09/02/23	Neutre	3.50	2.40	Nicolas Thorez
13/10/22	Neutre	4.00	2.50	Nicolas Thorez
08/08/22	Surperformance	6.00	3.80	Nicolas Thorez
08/06/22	Surperformance	6.80	3.38	Nicolas Thorez

Conformément à l'Article 20 du Règlement européen n° 596/2014 (Market Abuse Regulation) une liste de toutes les recommandations sur tout instrument financier ou tout émetteur qui ont été diffusées au cours des douze derniers mois est disponible en cliquant sur le lien suivant [www.securities.oddobhf.com/#disclaimer](http://www.securities.oddobhf.com/#disclaimer).

**Répartition des recommandations**

		Surperformance	Neutre	Sous-performance
Ensemble de la couverture	(677)	52%	36%	11%
Contrats de liquidité	(81)	49%	41%	10%
Contrats de recherche	(51)	67%	24%	10%
Service de banque d'investissement	(26)	62%	31%	8%

**Risque de conflits d'intérêts :**

**Services de banque d'investissement et/ou Distribution**

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 concernant la prestation 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 des prestations de services d'investissement réalisées au cours des 12 derniers mois ? Non

**Contrat de recherche entre le groupe ODDO et l'émetteur**

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 ? Oui

**Contrat de liquidité et market-making**

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**

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.

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

**Disclosure lié à la publication**

Cette analyse financière a été transmise à l'émetteur pour relecture, sans objectif de cours ni recommandation, avant sa diffusion, afin de vérifier l'exactitude de données factuelles contenues dans l'analyse ? Non

Les conclusions de cette analyse financière ont été modifiées suite à sa relecture, avant diffusion, par l'émetteur ? 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 de l'analyse financière ont-elles acheté des instruments financiers de l'émetteur concerné par la présente analyse financière ? Non

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



**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 le département Corporates & Markets de ODDO BHF SCA (« ODDO »), 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 d'ODDO ; elle ne saurait être divulguée à un tiers sans le consentement préalable et écrit d'ODDO. 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 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 ODDO BHF Corporates & Markets, division d'ODDO. 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, 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 transactions réalisées par ODDO, 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.

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