

# Clasquin

**Achat → | Objectif 31.00 EUR vs 36.00 EUR ↘**

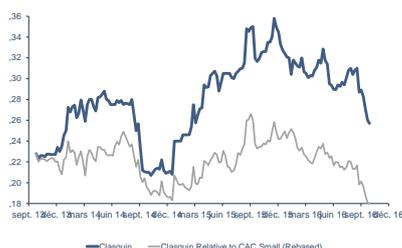
Cours (27/10/2016) : 25.70 EUR | Potentiel : 21 %

Est.chg	2016e	2017e
BPA	-26.4%	-21.8%

## T3 en-dessous de nos attentes, marges toujours sous pression – TP abaissé à 31€ (vs. 36€)

Date Publication: 28/10/2016 08:07

Date Rédaction: 28/10/2016 07:18



### MB T3 en croissance de 0.8% à 14.5M€ (vs. 17M€e)

Clasquin a publié une marge brute de 14.5M€ au T3 2016 en dessous de nos attentes (17M€e). Sur les 9 premiers mois de l'année la marge brute atteint 42.2M€, soit une croissance de 3.6% (+0.3% à ptcc).

#### Marge brute T3

	Publié	Attendu	N-1*	Var°
MB T3	14.5	17.0	14.4	0.8%
<b>MB 9 mois</b>	<b>42.2</b>	<b>44.7</b>	<b>40.7</b>	<b>3.6%</b>

Source : Oddo Securities ; Société

\*Chiffres retraités de la cession de Gueppe-Clasquin

#### Données produit

ALCLA FP | ALCLA.PA

Capitalisation boursière (MEUR)	59
VE (MEUR)	66
Extrêmes 12 mois	25.70 - 36.20
Flottant (%)	41.9

Performance (%)	1m	3m	12m
Performance absolue	-10.9	-12.9	-19.3
Perf. rel. Indice Pays	-11.3	-12.6	-12.2
Perf. rel. CAC Small	-10.6	-15.7	-23.1

Comptes	12/16e	12/17e	12/18e
CA (MEUR)	234	244	255
EBITDA (MEUR)	6.6	7.2	7.8
EBIT courant (MEUR)	4.9	5.5	6.1
RNpg (MEUR)	2.7	3.0	3.3
BPA (EUR)	1.17	1.28	1.42
DNA (EUR)	0.99	1.10	1.22

P/E (x)	22.0	20.0	18.1
P/B (x)	2.7	2.6	2.5
Rendement (%)	3.9	4.3	4.7
FCF yield (%)	4.4	5.3	5.2
VE/CA (x)	0.3	0.3	0.2
VE/EBITDA (x)	9.9	8.9	8.1
VE/EBIT courant (x)	13.5	11.8	10.5
Gearing (%)	24	19	16
Dette nette/EBITDA(x)	0.9	0.7	0.5

#### Next Events

### Bonne croissance des volumes mais marge brute qui peine à décoller

La société a enregistré une forte progression des volumes transportés (Maritime : EVP +14.7% / Aérien : Tonnes +12.8%) mais les marges unitaires restent à des niveaux bas : sur le T3 les marges unitaires aériennes se redressent légèrement alors que les marges unitaires maritimes sont stables. A ptcc, la marge brute progresse légèrement de 0.8% après avoir enregistré une parfaite stabilité au S1.

La croissance du nombre d'opérations reste solide sur le T3 (+2.5%), légèrement supérieure à la croissance organique réalisée au S1 (+2.3%).

La société annonce la création de Clasquin Portugal avec l'ouverture de deux bureaux : Lisbonne (démarrage opérationnel le 24 octobre 2016) et Porto (prévue courant novembre).

La croissance du marché est attendue flat sur l'année. En dépit d'une légère surperformance de la part de Clasquin, les marges seront fortement impactées, dans la tendance du S1.

### Ajustement à la baisse de notre scénario : TP abaissé à 31€

#### Recommandation Achat maintenue

Suite à cette publication et aux guidances fournies par la société (activité en légère croissance et résultats dans la tendance du S1), nous réajustons notre scénario pour 2016. Nous anticipons à présent une marge brute de 57.3M€ (+2.9%e) vs. 59.9M€e auparavant. Les recrutements et dépenses IT pèseront sur les marges.

Notre objectif de ROC 2016 est revu à la baisse à 4.9M€e (vs. 6.5M€e).

Ces ajustements nous amènent à abaisser notre TP à 31€ (vs.36€). Compte tenu des fondamentaux solides de la société, d'un effet de levier important et si les conditions de marché redeviennent plus favorables sur 2017, nous restons à l'Achat sur la valeur.

**Harold De Decker (Analyste)**

 +33 (0)4 72 68 27 28  
 hdedecker@oddo.fr

**Jeremy Garnier (Analyste)**

 +33 (0)4 72 68 27 11  
 jgarnier@oddo.fr

#### Risque de conflits d'intérêts:

Oddo & Cie et/ou une de ses filiales peuvent être en situation de conflit d'intérêts avec certaines des émetteurs mentionnés dans cette publication. Vous pouvez consulter l'ensemble des mentions des conflits d'intérêts au 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.

**ALCLA.PA | ALCLA FP**  
**Transport Logistique | France**

**Achat**

Cours actuel 25.70EUR

Upside 20.62%

TP 31.00EUR

DONNEES PAR ACTION (EUR)	12/11	12/12	12/13	12/14	12/15	12/16e	12/17e	12/18e
BPA corrigé	1.33	0.91	0.95	0.93	1.45	1.17	1.28	1.42
<b>BPA publié</b>	<b>1.33</b>	<b>0.91</b>	<b>0.95</b>	<b>0.93</b>	<b>1.45</b>	<b>1.17</b>	<b>1.28</b>	<b>1.42</b>
Croissance du BPA	-11.2%	-31.4%	3.6%	-2.1%	57.0%	-19.4%	9.7%	10.5%
BPA consensus								
Dividende par action	0.75	0.75	0.80	0.80	1.25	0.99	1.10	1.22
FCF to equity par action	1.36	-0.15	0.96	1.47	2.19	1.13	1.36	1.34
Book value par action	9.12	9.17	9.15	9.22	9.42	9.44	9.84	10.34
Nombre d'actions ordinaires fin de période	2.31	2.31	2.31	2.31	2.31	2.31	2.31	2.31
Nombre d'actions moyen dilué	2.31	2.31	2.31	2.31	2.31	2.31	2.31	2.31
<b>VALORISATION</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14</b>	<b>12/15</b>	<b>12/16e</b>	<b>12/17e</b>	<b>12/18e</b>
Cours le plus haut	29.0	23.0	23.8	28.9	36.2	35.0		
Cours le plus bas	16.4	17.4	18.3	20.3	20.8	25.7		
(*) Cours de référence	21.7	19.5	21.0	25.6	29.4	25.7	25.7	25.7
Capitalisation	50.0	45.0	48.3	59.0	67.9	59.3	59.3	59.3
Endettement net retraité	-5.8	-0.2	-0.1	0.7	5.3	5.7	4.7	4.0
Intérêts minoritaires réévalués	2.9	2.3	2.5	5.3	7.1	6.4	6.4	6.4
Immobilisations financières réévaluées	1.3	1.5	1.4	1.8	2.9	2.9	3.0	3.1
Provisions (y compris réserve)	1.1	1.4	0.2	-0.4	-1.9	-2.9	-2.9	-2.9
<b>VE</b>	<b>46.9</b>	<b>47.0</b>	<b>49.5</b>	<b>62.8</b>	<b>75.5</b>	<b>65.6</b>	<b>64.5</b>	<b>63.8</b>
<b>P/E (x)</b>	<b>16.3</b>	<b>21.4</b>	<b>22.2</b>	<b>27.6</b>	<b>20.3</b>	<b>22.0</b>	<b>20.0</b>	<b>18.1</b>
P/CF (x)	8.9	13.0	9.7	14.5	8.5	12.0	11.1	10.2
Rendement (%)	3.5%	3.8%	3.8%	3.1%	4.2%	3.9%	4.3%	4.7%
FCF yield (%)	6.3%	ns	4.6%	5.7%	7.4%	4.4%	5.3%	5.2%
P/B incl. GW (x)	2.38	2.13	2.29	2.77	3.12	2.72	2.61	2.49
P/B excl. GW (x)	2.97	2.82	3.06	4.32	7.74	6.80	6.12	5.47
VE/CA (x)	0.27	0.25	0.25	0.30	0.32	0.28	0.26	0.25
VE/EBITDA (x)	5.9	7.8	7.9	9.9	9.2	9.9	8.9	8.1
<b>VE/EBIT courant (x)</b>	<b>8.1</b>	<b>11.0</b>	<b>10.8</b>	<b>14.5</b>	<b>11.3</b>	<b>13.5</b>	<b>11.8</b>	<b>10.5</b>
(*) cours moyen jusqu'à n-1 cours actuel à partir de n								
<b>COMPTE DE RESULTAT (MEUR)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14</b>	<b>12/15</b>	<b>12/16e</b>	<b>12/17e</b>	<b>12/18e</b>
CA	171	185	198	211	234	234	244	255
EBITDA ajusté	7.9	6.0	6.3	6.3	8.2	6.6	7.2	7.8
Dotations aux amortissements	-2.1	-1.8	-1.7	-2.0	-1.6	-1.7	-1.7	-1.7
<b>EBIT courant</b>	<b>5.8</b>	<b>4.3</b>	<b>4.6</b>	<b>4.3</b>	<b>6.7</b>	<b>4.9</b>	<b>5.5</b>	<b>6.1</b>
EBIT publié	5.7	4.1	4.5	4.2	6.3	4.9	5.5	6.1
Résultat financier	-0.5	-0.4	-0.4	-0.4	-0.2	-0.3	-0.4	-0.5
Impôt sur les sociétés	-1.9	-1.4	-1.6	-1.3	-1.9	-1.6	-1.8	-1.9
Mise en équivalence	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
Activités cédées ou en cours	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.3	0.0	0.0	0.0
Minoritaires	-0.2	-0.2	-0.3	-0.4	-0.6	-0.4	-0.4	-0.4
RNpg publié	3.1	2.1	2.2	2.1	3.3	2.7	3.0	3.3
<b>RNCpg ajusté</b>	<b>3.1</b>	<b>2.1</b>	<b>2.2</b>	<b>2.1</b>	<b>3.3</b>	<b>2.7</b>	<b>3.0</b>	<b>3.3</b>
<b>BILAN(MEUR)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14</b>	<b>12/15</b>	<b>12/16e</b>	<b>12/17e</b>	<b>12/18e</b>
Survaleurs	4.4	5.5	5.6	8.3	14.2	14.2	14.2	14.2
Autres actifs incorporels	1.6	2.2	2.8	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1
Immobilisations corporelles	5.5	5.8	5.5	6.2	3.8	4.6	5.6	6.8
BFR	4.8	8.6	8.0	6.2	6.3	5.7	4.8	4.0
Immobilisations financières	1.3	1.5	1.4	1.8	2.9	2.9	3.0	3.1
Capitaux propres pg	21.0	21.1	21.1	21.2	21.7	21.7	22.7	23.8
Capitaux propres minoritaires	1.3	1.1	1.2	2.1	2.1	1.9	2.1	2.2
Capitaux propres	22.3	22.3	22.2	23.3	23.8	23.7	24.8	26.0
Provisions	1.1	1.4	1.2	1.6	1.1	1.1	1.1	1.1
<b>Endettement net</b>	<b>-5.8</b>	<b>-0.2</b>	<b>-0.1</b>	<b>0.7</b>	<b>5.3</b>	<b>5.7</b>	<b>4.7</b>	<b>4.0</b>
<b>TABEAU DE FLUX(MEUR)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14</b>	<b>12/15</b>	<b>12/16e</b>	<b>12/17e</b>	<b>12/18e</b>
<b>EBITDA</b>	<b>7.9</b>	<b>6.0</b>	<b>6.3</b>	<b>6.3</b>	<b>8.2</b>	<b>6.6</b>	<b>7.2</b>	<b>7.8</b>
var. BFR	0.2	-1.6	0.1	2.5	0.2	0.5	1.0	0.7
Frais financiers & taxes	-2.0	-1.5	-1.6	-1.4	-2.1	-1.7	-1.9	-2.0
Autres	-0.3	-1.1	0.3	-0.8	1.9	0.0	0.0	0.0
operating Cash flow	5.9	1.8	5.1	6.5	8.2	5.4	6.3	6.5
Capex	-2.5	-2.2	-2.5	-2.6	-2.2	-2.5	-2.8	-3.0
<b>Free cash-flow</b>	<b>3.3</b>	<b>-0.4</b>	<b>2.5</b>	<b>4.0</b>	<b>6.0</b>	<b>2.9</b>	<b>3.6</b>	<b>3.5</b>
Acquisitions / Cessions	-0.1	0.1	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Dividendes	-2.9	-2.1	-2.0	-2.2	-2.1	-3.4	-2.6	-2.9
var. Capitaux propres	0.0	0.0	0.0	0.0	0.6	0.0	0.0	0.0
Autres	-0.7	0.3	-0.4	7.8	9.7	0.0	0.0	0.0
var. Endettement net	0.5	-5.1	-0.1	0.3	-3.8	-0.4	1.0	0.7
<b>CROISSANCE MARGES RENTABILTE</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14</b>	<b>12/15</b>	<b>12/16e</b>	<b>12/17e</b>	<b>12/18e</b>
Croissance du CA publiée	-4.3%	7.7%	7.3%	6.7%	10.8%	-0.3%	4.6%	4.6%
<b>Croissance du CA organique</b>	<b>-4.3%</b>	<b>7.7%</b>	<b>7.3%</b>	<b>6.7%</b>	<b>4.2%</b>	<b>-2.2%</b>	<b>4.6%</b>	<b>4.6%</b>
Croissance de l'EBIT courant	-11.5%	-26.6%	7.4%	-5.5%	54.7%	-27.2%	12.2%	11.3%
Croissance du BPA	-11.2%	-31.4%	3.6%	-2.1%	57.0%	-19.4%	9.7%	10.5%
Marge net ajustée	1.8%	1.1%	1.1%	1.0%	1.4%	1.2%	1.2%	1.3%
<b>Marge d'EBITDA</b>	<b>4.6%</b>	<b>3.3%</b>	<b>3.2%</b>	<b>3.0%</b>	<b>3.5%</b>	<b>2.8%</b>	<b>3.0%</b>	<b>3.1%</b>
<b>Marge d'EBIT courant</b>	<b>3.4%</b>	<b>2.3%</b>	<b>2.3%</b>	<b>2.0%</b>	<b>2.9%</b>	<b>2.1%</b>	<b>2.2%</b>	<b>2.4%</b>
Capex / CA	-1.6%	-1.5%	-1.4%	-1.4%	-1.0%	-1.1%	-1.1%	-1.2%
BFR / CA	2.8%	4.6%	4.0%	2.9%	2.7%	2.5%	1.9%	1.6%
Taux d'IS apparent	37.1%	36.7%	38.4%	34.8%	31.7%	34.4%	34.8%	34.8%
Taux d'IS normatif	34.3%	34.3%	34.3%	34.3%	34.3%	34.3%	34.3%	34.3%
Rotation de l'actif (CA / Actif Economique)	10.5	9.7	9.0	9.2	9.2	8.5	8.9	9.2
<b>ROCE post-tax (taux d'IS normatif)</b>	<b>23.4%</b>	<b>14.6%</b>	<b>13.7%</b>	<b>12.4%</b>	<b>17.2%</b>	<b>11.7%</b>	<b>13.0%</b>	<b>14.4%</b>
ROCE post-tax hors GW (taux d'IS normatif)	32.1%	19.8%	18.3%	17.9%	30.7%	24.2%	26.9%	29.3%
ROE	14.9%	10.0%	10.3%	10.1%	15.6%	12.4%	13.3%	14.1%
<b>RATIOS D'ENDETTEMENT</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14</b>	<b>12/15</b>	<b>12/16e</b>	<b>12/17e</b>	<b>12/18e</b>
Gearing	-26%	-1%	0%	3%	22%	24%	19%	16%
Dette nette / Capitalisation	-0.12	0.00	0.00	0.01	0.08	0.10	0.08	0.07
<b>Dette nette / EBITDA</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>0.12</b>	<b>0.64</b>	<b>0.86</b>	<b>0.65</b>	<b>0.52</b>
EBITDA / frais financiers nets	101.3	57.9	105.1	69.4	42.3	60.5	69.4	89.7

## Mention de conflits d'intérêts

### • 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 Securities. 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.

### • Nos recommandations boursières

Nos recommandations boursières reflètent la performance RELATIVE attendue sur chaque valeur à un horizon de 12 mois.

Achat : 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).

Alléger : 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.oddosecurities.com](http://www.oddosecurities.com)

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

Date	Recomm.	Objectif (EUR)	Cours (EUR)	Analyste
27/10/16	Achat	31.00	25.70	Harold De Decker
26/08/16	Achat	36.00	30.99	Raphaël Hoffstetter
04/01/16	Achat	39.00	34.50	Raphaël Hoffstetter
17/09/15	Achat	37.00	33.81	Raphaël Hoffstetter

#### Répartition des recommandations

		Achat	Neutre	Alléger
Ensemble de la couverture	(412)	50%	39%	11%
Contrats de liquidité	(146)	56%	38%	5%
Contrats de recherche	(65)	68%	29%	3%
Service de banque d'investissement	(30)	73%	27%	

#### Risque de conflits d'intérêts :

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

Le groupe Oddo, ou Oddo& Cie, ou Oddo Seydler, est-il intervenu, au cours des douze derniers mois, en qualité de chef de file ou de chef de file associé d'une offre portant sur des instruments financiers de l'émetteur rendue publique? Non

Le groupe Oddo, ou Oddo& Cie, ou Oddo Seydler 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 réalisés au cours des 12 derniers mois? Non

##### Contrat de recherche entre le groupe Oddo et l'émetteur

Oddo & Cie et l'émetteur sont 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

A la date de la diffusion de ce rapport, le groupe Oddo, ou Oddo & Cie, ou Oddo Seydler agit-il en tant que teneur de marché ou est-ce que le groupe Oddo, ou Oddo & Cie, ou Oddo Seydler a conclu un contrat de liquidité en ce qui concerne les instruments financiers de l'émetteur? Oui

##### Prise de participation

Le groupe Oddo, ou Oddo & Cie, ou Oddo Seydler détient-il plus de 5% de la totalité du capital émis de l'émetteur? Non

L'émetteur détient-il plus de 5% de la totalité du capital émis d'Oddo & Cie ou de toute personne morale qui lui est liée? 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

Le groupe Oddo, ou Oddo & Cie, ou Oddo Seydler est-il au courant de conflits d'intérêt supplémentaires? Non

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 & Cie: [www.oddosecurities.com](http://www.oddosecurities.com)

#### Disclaimer:

##### **Avertissement relatif à la distribution par Oddo & Cie à des investisseurs autres que des ressortissants des Etats-Unis :**

La présente étude a été réalisée par Oddo Securities (« Oddo Securities »), division d'Oddo & Cie (« ODDO »), agréée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) ; et/ou par ODDO SEYDLER BANK AG (« Oddo Seydler »), une filiale allemande de ODDO, régulée par la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

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 et en Allemagne aux fins de promouvoir l'indépendance de l'analyse financière. La recommandation contenue dans ce document est revue et mise à jour au moins à chaque publication par l'émetteur de son rapport trimestriel.

A la date de publication du présent document, ODDO et/ou Oddo Seydler, 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 personnelle 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.

##### **Avertissement relatif à la distribution par Oddo & Cie à des investisseurs ressortissants des Etats-Unis :**

La présente étude a été réalisée par Oddo Securities, division d'ODDO et/ou par Oddo Seydler. Cette étude est distribuée aux investisseurs ressortissants des Etats-Unis exclusivement par Oddo New York (« 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 et/ou en Allemagne aux fins de promouvoir l'indépendance de l'analyse financière.

A la date de publication du présent document, ODDO et/ou Oddo Seydler, 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.

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 Oddo Seydler, 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 Securities, ni encore Oddo Seydler 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 Securities et/ou d'Oddo Seydler 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 Securities, Oddo Seydler, ou ONY à l'exception des cas mentionnés dans le paragraphe intitulé « Risques de conflits d'intérêts » ;

Oddo Securities, Oddo Seydler 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 Securities, ni encore Oddo Seydler 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 Securities, ni encore Oddo Seydler 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 Securities et/ou de Oddo Seydler 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 New York Corporation, MEMBER: FINRA/SIPC est une filiale à 100 % d'Oddo & Cie ; Philippe Bouclainville, Président (pbouclainville@oddo.com) 150 East 52nd Street New York, NY 10022 212-481-4002.