

# Clasquin

Surperformance → | Objectif 134 €

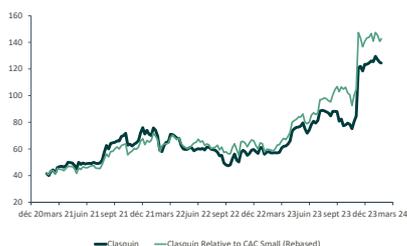
Cours (21/02/2024) : 124.50 € | Potentiel : 8%

Révision 12/23e 12/24e  
BPA

## Un exercice 2023 supérieur à notre attente

Date publication: 22/02/2024 07:43

Date rédaction: 21/02/2024 23:46



Sources : ODDO BHF Securities, SIX

### Données produit

ALCLA FP   ALCLA.PA	
Capitalisation boursière (M€)	288
VE (M€)	187
Extrêmes 12 mois (€)	56.80 - 130.0
Flottant (%)	44.4

Performance (%)	1m	3m	12m
Performance absolue	-1.2	57.2	115.4
Perf. rel. Indice Pays	-5.6	45.9	103.4
Perf. rel. CAC Small	-2.7	43.8	139.5

Comptes	12/23e	12/24e	12/25e
CA (M€)	553	586	613
EBITDA (M€)	34.7	36.6	39.2
EBIT courant (M€)	21.5	23.0	25.0
RNpg (M€)	14.3	15.3	16.8
BPA (€)	6.16	6.57	7.25
DNA (€)	2.42	2.57	2.84

P/E (x)	12.4	19.0	17.2
P/B (x)	3.0	4.2	3.6
Rendement (%)	3.2	2.1	2.3
FCF yield (%)	8.8	8.5	9.3
VE/CA (x)	0.3	0.5	0.4
VE/EBITDA (x)	5.4	7.7	6.6
VE/EBIT courant (x)	8.7	12.2	10.4
Gearing (%)	5	-20	-40
Dettes nettes/EBITDA (x)	0.1	-0.4	-0.9

### Next Events

20/03/2024	FY Results
25/04/2024	Q1 Sales
25/07/2024	H1 Sales
17/09/2024	H1 Results

### Marge brute T4 en hausse de 22.4% à 40 M€ (vs 35 M€e)

Clasquin a publié hier soir sa marge brute T4 qui ressort en hausse de 22.4% à 40 M€, supérieure à notre attente de 35 M€. Sur l'ensemble de l'année, la marge brute s'établit ainsi à 143.1 M€ en légère hausse de 2.2%. Hors effet périmètre lié à Exaciel, CVL, Timar et la cession de Log System, la décroissance organique ressort à -8.5%.

#### Clasquin : MB T4 & FY 2023

En M€	Publié	Attendu	N-1	Var N / N-1
MB T4	40	34.9	32.6	+22.4%
MBFY	143.1	138.1	140	+2.2% (-8.5% lfl)

Sources : ODDO BHF Securities, société

### Surperformance du groupe malgré un contexte de marché toujours complexe

Le ralentissement du commerce mondial s'est poursuivi sur le T4 avec l'affaiblissement de la demande mondiale et l'accroissement de l'offre entraînant le retour à des niveaux similaires à l'année 2020 des taux de fret maritime (10x inférieurs à ceux de début 2022). A noter cependant que suite aux attaques de navires en mer rouge, un fort rebond s'est produit depuis le début de l'année. Coté aérien, la dynamique était un peu meilleure en fin d'année sur les flux sortants d'Asie entraînant mécaniquement une légère hausse des taux de fret.

Dans ce contexte, Clasquin a surperformé le marché avec une hausse du nombre d'opérations (hors groupe Timar) de 10.5% au T4 (niveau record de plus de 87 000) : Aérien (+14.7%), Maritime (+11.1%) et Road Brokerage (+9.7%). Sur le T4, la marge brute a augmenté de 22.4% avec : i/ +24.8% sur l'aérien qui a bénéficié de meilleures conditions de marché et d'un effet de base favorable, ii/ +1.3% sur le maritime qui reste pénalisé par la baisse des taux de fret et iii/ un fort rebond de l'activité Road Brokerage (+116%) porté par l'acquisition du groupe Timar. Sur l'ensemble de l'année, le nombre d'opérations progresse de 6.1% (Hors Timar) avec une marge brute qui ressort en légère hausse de 2.2% M€ (malgré le contexte difficile) soutenue par : i/ la contribution positive de Timar (+11% de la marge brute), ii/ le gain de nouveaux clients (+10%) et iii/ des volumes bien orientés au sein des clients existants (+11%).

Côté perspectives, le management maintient son objectif de surperformer le marché en 2024 lui-même attendu en hausse de 3.3% (selon l'OMC). Le groupe est toujours sous audit pour la cession des actions d'Yves Revol et Olymp (42% du capital) auprès de SAS Shipping filiale de MSC. La promesse d'achat devrait être finalisée au cours du T1 avec une valeur d'entreprise envisagée de 325 M€ qui sera ajusté en fonction de l'atterrissage de fin d'année 2023. Une OPA sera ensuite lancée sur le reste des titres Clasquin.

### Surperformance et OC à 134 € réitérés – dans l'attente de l'OPA

Suite à cette publication, nous conservons notre hypothèse de profitabilité soit un ROC à 21.5 M€ traduisant une MOC de 15%. Dans un contexte de marché difficile, Clasquin continue de surperformer grâce à sa bonne dynamique commerciale, son bon positionnement midmarket et sa diversification géographique. Au-delà des chiffres, l'OPA à venir de la part de MSC devrait intervenir d'ici l'été 2024 avec une probabilité élevée d'un retrait de cote (prix payé cohérent et risque de non-exécution limité). A ce stade, nous maintenons une opinion Surperformance sur le titre pour un OC de 134 € (ajustement à venir en fonction du prix par action final au moment de la finalisation de la promesse d'achat par MSC).

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

#### Risque de conflits d'intérêts:

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.



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

**Surperformance**

Cours actuel 124.50 €

Upside 7.63%

OC 134 €

DONNEES PAR ACTION (€)	12/18	12/19	12/20	12/21	12/22	12/23e	12/24e	12/25e
BPA corrigé	1.21	1.60	2.21	7.52	9.42	6.16	6.57	7.25
<b>BPA publié</b>	<b>1.21</b>	<b>1.60</b>	<b>2.22</b>	<b>7.59</b>	<b>9.52</b>	<b>6.22</b>	<b>6.64</b>	<b>7.32</b>
Croissance du BPA corrigé	12.9%	31.5%	38.2%	ns	25.2%	-34.6%	6.7%	10.3%
BPA consensus								
Dividende par action	0.65	0.00	1.30	3.70	3.70	2.42	2.57	2.84
FCF to equity par action	0.38	5.92	0.33	6.01	26.77	6.74	10.60	11.59
Book value par action	9.31	9.54	11.68	17.07	22.90	25.38	29.62	34.39
Nombre d'actions ordinaires fin de période (M)	2.31	2.31	2.31	2.31	2.32	2.32	2.32	2.32
Nombre d'actions moyen dilué (M)	2.31	2.31	2.32	2.33	2.34	2.34	2.34	2.34
VALORISATION (M€)	12/18	12/19	12/20	12/21	12/22	12/23e	12/24e	12/25e
Cours le plus haut (€)	42.5	38.4	41.2	76.0	75.8	125	130	
Cours le plus bas (€)	30.0	29.7	18.5	36.5	45.6	56.0	123	
(*) Cours de référence (€)	36.5	34.6	30.7	53.0	60.9	76.4	125	125
Capitalisation	84.3	79.8	70.9	122	141	177	289	289
Endettement net retraité	18.8	18.6	22.6	21.3	-21.8	3.1	-15.2	-35.3
Intérêts minoritaires réévalués	4.0	4.7	4.9	10.2	10.3	12.0	12.0	12.0
Immobilisations financières réévaluées	2.6	2.2	2.4	2.5	3.9	3.9	3.9	3.9
Provisions (y compris réserve)	-2.8	-3.9	-3.8	-0.8	-1.6	-1.6	-1.6	-1.6
<b>VE</b>	<b>102</b>	<b>96.9</b>	<b>92.2</b>	<b>150</b>	<b>124</b>	<b>187</b>	<b>280</b>	<b>260</b>
<b>P/E (x)</b>	<b>30.1</b>	<b>21.7</b>	<b>13.9</b>	<b>7.0</b>	<b>6.5</b>	<b>12.4</b>	<b>19.0</b>	<b>17.2</b>
P/CF (x)	14.0	7.5	5.1	3.6	4.4	6.1	9.5	8.8
Rendement	1.8%	0.0%	4.2%	7.0%	6.1%	3.2%	2.1%	2.3%
FCF yield	1.0%	17.1%	1.1%	11.3%	43.9%	8.8%	8.5%	9.3%
PBV incl. GW (x)	3.92	3.63	2.63	3.10	2.66	3.01	4.20	3.62
PBV excl. GW (x)	11.79	41.11	11.25	7.52	5.30	7.84	8.94	6.69
VE/CA (x)	0.33	0.29	0.25	0.20	0.14	0.34	0.48	0.42
VE/EBITDA (x)	11.0	7.1	5.7	3.9	3.1	5.4	7.7	6.6
<b>VE/EBIT courant (x)</b>	<b>15.7</b>	<b>11.5</b>	<b>9.7</b>	<b>5.5</b>	<b>3.7</b>	<b>8.7</b>	<b>12.2</b>	<b>10.4</b>
(*) cours moyen jusqu'à n-1 cours actuel à partir de n								
COMPTE DE RESULTAT (M€)	12/18	12/19	12/20	12/21	12/22	12/23e	12/24e	12/25e
CA	308	331	371	752	877	553	586	613
EBITDA ajusté	9.3	13.7	16.3	38.2	40.3	34.7	36.6	39.2
Dotations aux amortissements	-2.8	-5.3	-6.7	-10.6	-6.9	-13.2	-13.6	-14.2
<b>EBIT courant</b>	<b>6.5</b>	<b>8.4</b>	<b>9.5</b>	<b>27.5</b>	<b>33.4</b>	<b>21.5</b>	<b>23.0</b>	<b>25.0</b>
EBIT publié	5.8	8.1	9.7	27.3	34.0	21.6	23.1	25.2
Résultat financier	-0.3	-0.7	-1.6	-2.1	-1.4	-0.1	-0.2	0.0
Impôt sur les sociétés	-2.1	-3.2	-2.6	-6.1	-8.9	-5.9	-6.2	-6.8
Mise en équivalence	0.1	0.0	0.1	-0.1	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	-0.6	-0.6	-0.4	-1.5	-1.9	-1.3	-1.5	-1.6
RNpg publié	2.8	3.7	5.1	17.4	21.8	14.3	15.3	16.8
<b>RNCpg ajusté</b>	<b>2.8</b>	<b>3.7</b>	<b>5.1</b>	<b>17.4</b>	<b>21.8</b>	<b>14.3</b>	<b>15.3</b>	<b>16.8</b>
BILAN (M€)	12/18	12/19	12/20	12/21	12/22	12/23e	12/24e	12/25e
Survaleurs	16.3	24.5	23.7	26.7	29.8	40.8	40.8	40.8
Autres actifs incorporels	5.7	6.2	5.9	5.6	5.0	5.0	5.0	5.0
Immobilisations corporelles	5.7	5.5	4.7	6.1	9.3	2.0	-5.7	-14.0
BFR	14.2	8.3	19.2	31.4	-3.7	3.8	4.1	4.3
Immobilisations financières	2.6	2.2	2.4	2.5	3.9	3.9	3.9	3.9
Capitaux propres pg	21.4	22.0	26.9	39.1	52.5	58.3	68.0	79.0
Capitaux propres minoritaires	3.0	4.9	4.0	6.3	7.4	8.0	9.0	10.0
Capitaux propres	24.5	26.8	30.9	45.4	59.9	66.3	77.1	89.0
Provisions	1.2	1.1	2.2	5.2	5.4	5.4	5.4	5.4
<b>Endettement net</b>	<b>18.8</b>	<b>18.6</b>	<b>22.6</b>	<b>21.3</b>	<b>-21.8</b>	<b>3.1</b>	<b>-15.2</b>	<b>-35.3</b>
TABLEAU DE FLUX (M€)	12/18	12/19	12/20	12/21	12/22	12/23e	12/24e	12/25e
EBITDA	9.3	13.7	16.3	38.2	40.3	34.7	36.6	39.2
Var. BFR	-1.6	5.5	-11.6	-17.8	35.2	-7.5	-0.2	-0.2
Frais financiers & taxes	-2.3	-3.4	-3.5	-7.0	-9.6	-5.9	-6.3	-6.7
Autres flux opérationnels	-0.9	0.3	1.0	2.2	1.0	-0.2	-0.2	-0.1
Operating Cash flow	4.4	16.1	2.2	15.5	66.9	21.1	29.9	32.2
Capex	-3.6	-2.5	-1.4	-1.8	-5.6	-5.6	-5.6	-5.6
<b>Free cash-flow</b>	<b>0.9</b>	<b>13.6</b>	<b>0.8</b>	<b>13.8</b>	<b>61.3</b>	<b>15.5</b>	<b>24.4</b>	<b>26.6</b>
Acquisitions / Cessions	-1.8	-7.0	0.0	0.6	-2.3	-11.0	0.0	0.0
Dividendes	-1.9	-1.7	-0.6	-3.2	-9.0	-9.3	-6.1	-6.5
Var. Capitaux propres	0.0	0.0	0.0	0.0	1.1	0.0	0.0	0.0
Autres	-0.9	-0.1	-2.4	-1.2	-2.0	0.0	0.0	0.0
Var. trésorerie nette	-4.7	5.0	-1.9	10.3	49.0	-4.8	18.3	20.1
CROISSANCE MARGES RENTABILITE	12/18	12/19	12/20	12/21	12/22	12/23e	12/24e	12/25e
Croissance du CA publiée	6.1%	7.5%	11.9%	ns	16.6%	-37.0%	6.0%	4.6%
<b>Croissance du CA organique</b>	<b>6.1%</b>	<b>4.9%</b>	<b>11.9%</b>	<b>ns</b>	<b>16.6%</b>	<b>-37.0%</b>	<b>6.0%</b>	<b>4.6%</b>
Croissance de l'EBIT courant	10.7%	29.6%	13.4%	ns	21.4%	-35.7%	7.2%	8.8%
Croissance du BPA corrigé	12.9%	31.5%	38.2%	ns	25.2%	-34.6%	6.7%	10.3%
Marge nette ajustée	0.9%	1.1%	1.4%	2.3%	2.5%	2.6%	2.6%	2.7%
<b>Marge d'EBITDA</b>	<b>3.0%</b>	<b>4.1%</b>	<b>4.4%</b>	<b>5.1%</b>	<b>4.6%</b>	<b>6.3%</b>	<b>6.2%</b>	<b>6.4%</b>
<b>Marge d'EBIT courant</b>	<b>2.1%</b>	<b>2.5%</b>	<b>2.6%</b>	<b>3.7%</b>	<b>3.8%</b>	<b>3.9%</b>	<b>3.9%</b>	<b>4.1%</b>
Capex / CA	-1.2%	-0.8%	-0.4%	-0.3%	-0.6%	-1.0%	-1.0%	-0.9%
BFR / CA	4.6%	2.5%	5.2%	4.2%	-0.4%	0.7%	0.7%	0.7%
Taux d'IS apparent	38.8%	42.7%	32.9%	24.4%	27.3%	27.5%	27.0%	27.0%
Taux d'IS normatif	32.0%	32.0%	32.0%	32.0%	32.0%	32.0%	32.0%	32.0%
Rotation de l'actif (CA / Actif Economique) (x)	7.8	7.6	7.3	11.8	15.4	11.5	11.7	14.5
<b>ROCE post-tax (taux d'IS normatif)</b>	<b>11.2%</b>	<b>13.1%</b>	<b>12.9%</b>	<b>29.4%</b>	<b>39.8%</b>	<b>30.3%</b>	<b>31.3%</b>	<b>40.4%</b>
ROCE post-tax hors GW (taux d'IS normatif)	18.4%	24.6%	24.6%	48.7%	78.7%	ns	ns	ns
ROE	13.6%	17.0%	20.9%	52.7%	47.6%	25.8%	24.1%	22.9%
RATIOS D'ENDETTEMENT	12/18	12/19	12/20	12/21	12/22	12/23e	12/24e	12/25e
Gearing	77%	69%	73%	47%	-36%	5%	-20%	-40%
Dette nette / Capitalisation (x)	0.22	0.23	0.32	0.17	-0.15	0.02	-0.05	-0.12
<b>Dette nette / EBITDA (x)</b>	<b>2.04</b>	<b>1.36</b>	<b>1.39</b>	<b>0.56</b>	<b>-0.54</b>	<b>0.09</b>	<b>-0.41</b>	<b>-0.90</b>
EBITDA / frais financiers nets (x)	44.1	66.5	19.6	45.0	62.1	ns	403.6	-388.8

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
05/12/23	Surperformance	134.00	125.00	Jeremy Garnier
28/07/23	Surperformance	95.00	81.40	Jeremy Garnier
19/06/23	Surperformance	90.00	74.20	Jeremy Garnier
04/05/23	Surperformance	80.00	70.80	Jeremy Garnier
16/01/23	Surperformance	75.00	56.60	Jeremy Garnier

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	(679)	52%	38%	10%
Contrats de liquidité	(79)	52%	38%	10%
Contrats de recherche	(51)	65%	22%	14%
Service de banque d'investissement	(33)	52%	45%	3%

**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 ? Non

**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 ? Oui

**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.