

BOA CONCEPT

Industrie

France

21 septembre 2021

Euronext Growth Paris

Code ISIN : FR0011365907

Mnémonique : ALBOA

Calendrier

CA 2021 09/02/2022

Actionnariat

- Fondateurs, dirigeants et leurs proches : 43,6%

- Salariés : 1,7%

- Fonds historiques : 24,7%

- Flottant : 29,9%

Valorisation

Cours 16,86 €

Fair Value 35,60 €

Données Financières

	2019	2020	2021e	2022p	2023p
CA (M€)	9,20	5,65	12,28	15,61	19,22
Evolution (%)	43,6%	-38,6%	117,5%	27,1%	23,1%
EBITDA (M€)	0,41	0,50	1,70	2,67	3,22
ROC (M€)	-0,05	-0,11	1,07	1,99	2,51
Marge d'explt (%)	-0,5%	-1,9%	8,7%	12,7%	13,0%
Res. Net. Pg (M€)	0,09	-0,04	1,10	1,84	1,95
Marge nette (%)	0,9%	-0,7%	9,0%	11,8%	10,1%

Ratios Financiers

	2019	2020	2021e	2022p	2023p
VE / CA	1,33	2,17	1,00	0,79	0,64
VE / EBE	29,81	24,35	7,22	4,59	3,81
VE / ROP	-271,68	-116,20	11,50	6,16	4,90
P / E	150,93	-320,48	11,78	7,06	6,66
Gearing (%)	274%	341%	3%	-9%	-17%
Dette nette / EBE	4,74	4,54	0,08	-0,22	-0,46

Analyste : Valérie Dieppe
www.champeil.com

Résultats S1 2021 et révision de nos perspectives

Présentation de BOA CONCEPT

BOA CONCEPT est une société familiale, créée en 2012 et spécialisée dans le développement et la commercialisation de solutions innovantes pour l'intralogistique, à destination des e-commerçants, logisticiens, distributeurs et industriels. Sur ce marché en plein essor, *drivé* par la montée en puissance du e-commerce, BOA CONCEPT apporte des solutions « clé en main », flexibles et évolutives, en lien avec les besoins du secteur. La société qui présente un TCMA +46% de 2014 à 2019 devrait réaliser un très bel exercice en 2021.

Un excellent S1 tant en termes d'activité que de résultats

Avec un CA de 6 M€, en quasi doublement par rapport au S1 2020 (+92%) et en hausse de 47% par rapport au S1 2019, la société réalise un très beau début d'exercice. Les entrées commandes se sont en effet largement accélérées pour atteindre 12M€ à la fin du S1, soit 6 fois plus qu'au S1 2020 et deux fois plus qu'au S1 2019 (année hors impact Covid). Les ventes de Produits propres représentent 5M€ (soit près de 83% des ventes) le Négoce 0,9M€ (environ 15% du CA) et la Maintenance 0,1M€ (2% du CA environ).

La marge brute reste ainsi à un niveau élevé de 59,4%, avec la mise en place de nouvelles procédures d'achat qui s'avèrent payantes, un niveau de production intégré assez faible et une activité négoce qui reste sur un niveau normatif de 15% (rappel : MB produits propres environ 64%, Négoce environ 10%, Maintenance 100%).

Dans le même temps la société a très bien maîtrisé ses charges opérationnelles malgré 1/ le recrutement de 10 personnes et un surcroît de frais de sous-traitance destinés à absorber cette forte hausse de la demande 2/ un surcroît de charge lié à l'IPO.

Ainsi l'EBITDA ressort à 1,14M€ (vs 0,03M€ au S1 2020 et 0,35M€ au S1 2019), soit une marge de 19% très supérieure à nos anticipations. On notera que la société n'active pas de frais de R&D et ne comptabilise pas de CIR au S1.

Après prise en compte des DAP et du résultat financier le Résultat Net suit une tendance similaire à 0,84M€ (vs -0,26M€ au S1 2020 et 0,21M€ au S1 2019), soit une marge nette de près de 14%

Cette belle tendance d'entrées commandes se poursuit au-delà du S1, et Boa Concept a d'ores et déjà pris un an d'avance par rapport à nos estimations présentées lors de l'IPO.

Nous avons revu donc nos estimations annuelles pour tenir compte des avancées de la société, pour 2021 mais également pour les exercices suivants.

Un S2 qui permettra de consolider un bel exercice 2021

Compte tenu de ces prises de commandes, le CA 2021 devrait donc être bien supérieur à nos estimations initiales et l'objectif du CA pour 2021 est relevé de 9,3M€ à 12,3M€. Nous considérons donc que le CA devrait être d'un peu plus de 6M€ au S2. Bien que fortement relevée, cette estimation reste néanmoins prudente, compte tenu de la poursuite des entrées commandes sur l'exercice, et est réalisable même dans l'hypothèse où du retard serait pris sur certaines installations, notamment en raison de la pénurie de matériaux (BOA Concept intervient parfois après la mise en place de structures acier, pour lesquelles il peut exister quelques tensions sur le marché).

On ne peut en revanche pas s'attendre à un niveau de marge identique au S2, principalement en raison d'une activité négoce qui devrait être nettement plus importante au S2 qu'au S1. Or le taux de marge de cette activité se situe autour de 9%-10%, ce qui fera mécaniquement baisser la marge brute. A fin 2021 le négoce devrait représenter 3M€ soit 24% du CA annuel (soit environ 35% au S2 contre 15% au S1).

Pour autant L'EBITDA du S2 devrait être supérieur à celui de l'ensemble de l'exercice 2020 (et 2019). Ainsi l'EBITDA 2021 s'établirait selon nos estimations à 1,70M€ soit une marge de près de 14% (vs 1,15M€ et 12,4% attendu auparavant).

Même tendance pour le résultat net, que nous estimons désormais à 1,10M€ pour l'ensemble de l'exercice vs 0,58M€ auparavant

	2019			2020			2021		
	S1 e	S2	Année	S1 e	S2	Année	S1	S2	Année
Chiffre d'affaires	4,12	5,08	9,20	3,15	2,50	5,65	6,03	6,25	12,28
% évolution	NC	NC	43,6%	-23,6%	-50,8%	-38,6%	91,8%	149,8%	117,5%
Achats consommés	1,96	2,86	4,83	1,25	0,99	2,24	2,45	3,58	6,03
% du CA	47,7%	56,3%	52,5%	39,8%	39,5%	39,7%	40,6%	57,3%	49,1%
Marge Brute	2,16	2,22	4,37	1,89	1,51	3,41	3,58	2,67	6,25
% du CA	52,3%	43,7%	47,5%	60,2%	60,5%	60,3%	59,4%	42,7%	50,9%
Autres produits d'activité	0,37	0,15	0,53	0,00	0,51	0,51	-0,02	0,37	0,35
Charges externes	0,53	0,75	1,28	0,37	0,64	1,01	0,60	0,70	1,30
Charges de personnel	1,64	1,50	3,13	1,46	0,87	2,32	1,76	1,72	3,49
Autres	0,02	0,06	0,08	0,03	0,04	0,07	0,05	0,06	0,11
EBITDA	0,35	0,07	0,41	0,03	0,47	0,50	1,14	0,56	1,70
% évolution	NC	NC	-237,8%	-91,0%	610,8%	22,4%	3590,9%	17,4%	237,3%
% du CA	8,4%	1,3%	4,5%	1,0%	18,9%	8,9%	19,0%	8,9%	13,8%
DAP nettes des reprises	0,21	0,25	0,46	0,31	0,30	0,61	0,28	0,35	0,63
Résultat Opérationnel Courant	0,14	-0,19	-0,05	-0,28	0,18	-0,11	0,86	0,21	1,07
% évolution	NC	NC	NA	-300,7%	-194,8%	133,8%	-406,0%	17,5%	-1110,0%
% du CA	3,4%	-3,6%	-0,5%	-8,9%	7,0%	-1,9%	14,2%	3,3%	8,7%
Produits et charges opérationnels non courants	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
EBIT	0,14	-0,19	-0,05	-0,28	0,18	-0,11	0,86	0,21	1,07
% évolution	NC	NC	NA	-301,4%	-193,8%	121,5%	-404,9%	17,1%	-1107,1%
% du CA	3,4%	-3,7%	-0,5%	-9,0%	7,0%	-1,9%	14,2%	3,3%	8,7%
Résultat financier	-0,01	-0,04	-0,05	-0,03	-0,02	-0,04	-0,02	-0,04	-0,06
Résultat courant avant impôts	0,13	-0,23	-0,09	-0,31	0,16	-0,15	0,84	0,16	1,00
Impôts	0,08	0,11	0,18	0,05	0,06	0,11	0,00	0,10	0,10
Résultat net des sociétés intégrées	0,21	-0,12	0,09	-0,26	0,22	-0,04	0,84	0,26	1,10
Résultat des SME	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Part des Minoritaires	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Résultat Net part du groupe	0,21	-0,12	0,09	-0,26	0,22	-0,04	0,84	0,26	1,10
% évolution	NC	NC	-114,4%	-225,2%	-281,2%	-147,1%	-426,0%	19,6%	-2819,7%
% du CA	5,0%	-2,4%	0,9%	-8,2%	8,7%	-0,7%	13,9%	4,2%	9,0%

Des avancées qui se retrouvent dans nos nouvelles perspectives 2022 -2026

Préalable : Comme précédemment, nous avons pris pour hypothèse un développement par croissance organique uniquement, avec des ventes en direct et via des distributeurs pour la gamme Plug-and-Store. Sans changement, nous avons repris l'hypothèse que, jusqu'en 2024, le développement à l'international serait abordé à partir de la France, et qu'à partir de 2024, le développement de certaines zones nécessiterait la création de structures légères pour un accompagnement local. Nous avons donc maintenu l'hypothèse d'ouverture d'un bureau pour l'Europe du Nord en 2024, le Royaume-Uni en 2025 et le Grand Export en 2026. Nous avons maintenu les investissements à environ 0,2M€ l'année de l'ouverture et moins de 0,1M€ les années suivantes, outre les frais de fonctionnement (charges opérationnelles et salaires). Nous n'avons pas modifié la répartition du CA par type de produit ni les taux de marges brute par activité par rapport à nos estimations précédentes. En revanche nous avons fortement revu les charges externes compte tenu de coûts fixes moins importants qu'estimés préalablement.

Ainsi, dans la continuité de 2021, la croissance devrait rester soutenue dans les années à venir sous l'effet conjugué 1/ de la poursuite du développement de la gamme historique Plug-and-Carry 2/ du développement des modules packagés Plug-and-Carry « Boa Fast Track » 3/ du développement de la nouvelle gamme Plug-and-Store 4/ de la montée en puissance de la maintenance, compte tenu de la garantie proposée en contrepartie 5/ d'une maîtrise du négoce à moins de 20 %, du CA produits, notamment compte tenu des efforts en R&D pour développer en interne de nouveaux produits. Nos nouvelles estimations restent donc sur la tendance de ce qui a avait été précédemment anticipé, avec un an d'avance sur le calendrier.

En l'absence de modification dans la répartition du poids des ventes par activité, le taux de marge brute restera sensiblement identique à celui de nos estimations précédentes.

Les marges d'exploitation devraient toutefois être bien supérieures à nos estimations précédentes, compte tenu de la révision à la baisse de nos estimations de charges opérationnelles. Ainsi la marge d'EBITDA devrait se situer entre 17% et 19% sur la période 2022-2026 (vs 12-13% auparavant), ce qui est cohérent avec les marges constatées dans le secteur (marge d'EBITDA de Kion Group estimée autour de 18-19% et celle d'Interroll autour de 20%).

Même tendance pour le résultat net, estimé entre 10 et 12% sur la période 2022-2026 (vs 7-8% auparavant). Nous avons maintenu l'hypothèse d'un CIR correspondant à 28% des investissements de R&D annuel (taux constaté sur le passé) et d'un IS minoré en 2022 compte tenu d'un résidu de déficits reportables (1,3 M€ à fin 2020).

Au 31/12 (en M€)	2018	2019	2020	2021E	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Chiffre d'affaires	6,41	9,20	5,65	12,28	15,61	19,22	23,15	28,19	35,53
% évolution	22,1%	43,6%	-38,6%	117,5%	27,1%	23,1%	20,4%	21,8%	26,0%
Achats consommés	3,05	4,83	2,24	6,03	7,11	8,63	10,21	12,23	15,07
% du CA	47,6%	52,5%	39,7%	49,1%	45,6%	44,9%	44,1%	43,4%	42,4%
Marge Brute	3,35	4,37	3,41	6,25	8,50	10,59	12,93	15,97	20,47
% du CA	52,4%	47,5%	60,3%	50,9%	54,4%	55,1%	55,9%	56,6%	57,6%
Autres produits d'activité	1,08	0,53	0,51	0,35	0,35	0,35	0,35	0,35	0,35
Charges externes	1,40	1,28	1,01	1,30	1,64	2,02	2,50	3,07	3,91
Charges de personnel	3,27	3,13	2,32	3,49	4,39	5,52	6,57	7,97	9,91
Autres	0,06	0,08	0,07	0,11	0,14	0,17	0,21	0,25	0,32
EBITDA	-0,30	0,41	0,50	1,70	2,67	3,22	4,01	5,02	6,68
% évolution	-164,8%	-237,8%	22,4%	237,3%	57,3%	20,5%	24,5%	25,2%	33,1%
% du CA	-4,7%	4,5%	8,9%	13,8%	17,1%	16,8%	17,3%	17,8%	18,8%
DAP nettes des reprises	0,31	0,46	0,61	0,63	0,68	0,72	0,76	0,85	1,00
Résultat Opérationnel Courant	-0,60	-0,05	-0,11	1,07	1,99	2,51	3,25	4,18	5,69
% évolution	NA	NA	NA	-1110,0%	86,6%	25,9%	29,9%	28,3%	36,2%
% du CA	-9,4%	-0,5%	-1,9%	8,7%	12,7%	13,0%	14,1%	14,8%	16,0%
Produits et charges opérationnels non courants	-0,10	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
EBIT	-0,71	-0,05	-0,11	1,07	1,99	2,51	3,25	4,18	5,69
% évolution	NA	NA	NA	-1107,1%	86,6%	25,9%	29,9%	28,3%	36,2%
% du CA	-11,0%	-0,5%	-1,9%	8,7%	12,7%	13,0%	14,1%	14,8%	16,0%
Résultat financier	-0,07	-0,05	-0,04	-0,06	-0,05	-0,04	-0,02	-0,01	0,00
Résultat courant avant impôts	-0,77	-0,09	-0,15	1,00	1,94	2,47	3,23	4,17	5,68
Impôts	0,18	0,18	0,11	0,10	-0,10	-0,52	-0,71	-0,94	-1,32
Résultat net des sociétés intégrées	-0,60	0,09	-0,04	1,10	1,84	1,95	2,52	3,22	4,36
Résultat des SME	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Part des Minoritaires	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Résultat Net part du groupe	-0,60	0,09	-0,04	1,10	1,84	1,95	2,52	3,22	4,36
% évolution	-420,6%	-114,4%	-147,1%	-2819,7%	66,8%	6,1%	29,3%	27,8%	35,4%
% du CA	-9,3%	0,9%	-0,7%	9,0%	11,8%	10,1%	10,9%	11,4%	12,3%

Un bilan solide

Nous n'avons pas opéré de véritables changements dans nos estimations au niveau bilanciel à l'exception des investissements qui ont été légèrement augmentés pour tenir compte de réaménagements des bureaux et de la production (0,2 à 0,3M€ additionnels par an en 2021, 2022 et 2023).

Le BFR devrait rester identique, en jours de CA à ce qui avait été auparavant estimé. La dette nette a été ajustée du montant réel de la levée de fonds nette lors de l'IPO.

Au 31/12 (en M€)	2018	2019	2020	2021E	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Immobilisations incorporelles	1,0	1,1	1,1	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Survaleurs	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Immobilisations corporelles	0,3	0,2	0,2	0,6	0,9	1,0	1,1	1,1	1,3
Immobilisations financières	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Total Actif Immobilisé	1,4	1,5	1,5	1,7	1,9	1,9	2,0	2,1	2,2
BFR	1,5	1,3	1,6	3,4	4,3	5,3	6,0	7,0	8,3
Total Emplois	2,9	2,8	3,1	5,0	6,1	7,2	8,0	9,0	10,5

Capitaux propres PdG	0,6	0,7	0,7	4,8	6,6	8,6	11,1	14,3	18,7
Intérêts minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Total Capitaux propres	0,6	0,7	0,7	4,8	6,6	8,6	11,1	14,3	18,7
Autres Passifs Long Terme	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Dette nette	2,2	2,0	2,3	0,1	-0,6	-1,5	-3,1	-5,4	-8,2
Total Ressources	2,9	2,8	3,1	5,0	6,1	7,2	8,0	9,0	10,5

Au 31/12 (en M€)	2018	2019	2020	2021E	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
BFR en M€	1,5	1,3	1,6	3,4	4,3	5,3	6,0	7,0	8,3
en jours de CA	82,8	50,0	102,2	98,4	98,4	98,4	93,8	88,8	83,8
Gearing	370%	274%	341%	3%	-9%	-17%	-28%	-37%	-44%

Evaluation

Compte tenu de cette révision en hausse de nos estimations, notre fair-value ressort désormais à 30,6€ par action par la méthode des DCF et à 45,6€ par action sur la base de ses comparables boursiers (après décote de taille de 20%). En appliquant la pondération retenue lors de l'IPO consistant à privilégier la valeur intrinsèque (2/3 pour le DCF, 1/3 pour les comparables), notre fair-value ressort à 35,6€ par action.

DCF (hypothèses et paramètres retenus)

- Au-delà de 2026, une évolution basée sur de la croissance organique uniquement avec une croissance annuelle dégressive pour tendre progressivement vers la croissance à l'infini
- Une Marge d'EBITDA normative de 17%
- Un BFR en baisse progressive en jours de CA pour se stabiliser autour de 80 jours, son niveau historique normatif
- Un niveau d'investissements futurs autour de 1 M€ par an
- Une croissance à l'infini de 2%, compte tenu du caractère innovant des solutions
- Un coût moyen pondéré du capital de 15,4% (rendement des OAT de 0%, prime de risque de 7,85% - source Fainess Finance, prime de risque spécifique à l'entreprise de 6 % compte tenu de l'horizon de perspectives, Beta de 1,2). Compte tenu d'une dette nette 2020 négative, après retraitement de 3M€ de levée de fonds nette, nous avons considéré que le CMPC correspondait au coût des fonds propres.

DCF	2021 e	2022 e	2023 e	2024 e	2025 e	2026 e	2027 e	2028 e	2029 e	2030 e	2031 e	Normatif
Chiffre d'affaires	12,3	15,6	19,2	23,1	28,2	35,5	44,4	53,3	61,3	67,4	70,8	72,2
EBITDA	1,7	2,7	3,2	4,0	5,0	6,7	8,0	9,3	10,4	11,5	12,0	12,3
Marge d'EBITDA	14%	17%	17%	17%	18%	19%	18%	18%	17%	17%	17%	17%
Résultat opérationnel courant	1,1	2,0	2,5	3,3	4,2	5,7	7,5	8,7	9,7	10,7	11,2	11,2
IS	-0,3	-0,5	-0,6	-0,8	-1,0	-1,4	-1,9	-2,2	-2,4	-2,7	-2,8	-2,8
Amortissements	0,6	0,7	0,7	0,8	0,8	1,0	0,5	0,6	0,7	0,8	0,8	1,0
Provisions	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation de BFR	-1,8	-0,9	-1,0	-0,8	-0,9	-1,3	-1,6	-2,0	-1,8	-1,4	-0,7	-0,3
Investissements nets	-0,8	-0,9	-0,8	-0,8	-0,9	-1,1	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0
Flux de trésorerie	-1,2	0,4	0,8	1,6	2,1	2,8	3,5	4,2	5,2	6,4	7,5	8,1
Facteurs d'actualisation	0,9	0,8	0,7	0,6	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3	0,2	0,2	
Cash flow actualisés	-1,0	0,3	0,5	0,9	1,0	1,2	1,3	1,3	1,4	1,5	1,5	

Somme des flux actualisés	10,0
Valeur terminale	12,5
Valeur d'entreprise	22,6
Dette nette et retraitements (M€)	1,0
Valeur des fonds propres (M€)	23,6
Valeur par action (€)	30,6

Comparables boursiers

Ratios secteur	VE/CA		VE / EBITDA		VE / EBIT	
	2021 e	2022 e	2021 e	2022 e	2021 e	2022 e
KION GROUP AG	1,5x	1,4x	8,7x	7,7x	18,4x	15,0x
Interroll Holding AG	5,5x	4,9x	27,3x	24,3x	38,2x	36,4x
	3,5x	3,1x	18,0x	16,0x	28,3x	25,7x

ratios médians panel	VE / CA		VE / EBITDA		VE/EBIT	
	2021 e	2022 e	2021 e	2022 e	2021 e	2022 e
	3,5x	3,1x	18,0x	16,0x	28,3x	25,7x
	CA		EBITDA		EBIT	
	2021 e	2022 e	2021 e	2022 e	2021 e	2022 e
Données Société en Millions d'euros	12,3	15,6	1,7	2,7	1,1	2,0
EV, base ratios médians	43,0	48,7	30,6	42,8	30,1	51,1
Cash net	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Valorisation sur la base des ratios (en M€)	44,0	49,7	31,6	43,8	31,1	52,1

Valorisation médiane (en M€)	43,9
Décote	20%
Valorisation après décote (en M€)	35,1
Valeur par action (€)	45,6

Conclusion

La société est aujourd'hui très clairement sous valorisée par rapport à son potentiel avec un upside de plus de 100% compte tenu d'un cours à 16,86€ pour une fair value estimée à 35,6€, alors même que le S1 2021 montre clairement que la société a pleinement la capacité d'absorber ses pics de production sans dérapage de ses coûts, et qu'avec sa montée en puissance, ses marges se rapprochent de celles constatées chez ses comparables.

Forces

- Un fort historique des dirigeants dans le secteur
- Des solutions disruptives et performantes s'appuyant sur une approche technologique innovante
- Une R&D intégrée et réactive
- Une approche métier en totale adéquation avec les attentes du marché qui se retrouve dans la croissance de l'activité
- Des clients de renommée internationale

Faiblesses

- Une présence à développer à l'international
- Un acteur encore petit dans son secteur

Opportunités

- Un marché du e-commerce et de la logistique en forte croissance
- Une industrie en quête de technologies permettant de bâtir les usines du futur
- Un marché en recherche de flexibilité, de rapidité et de performance
- Une forte inertie de la profession dans un marché en demande d'innovations
- Un développement de l'économie d'usage en gestation
- Un marché atomisé, propice à la croissance externe

Menaces

- L'arrivée de technologies concurrentes
- Une concurrence accrue sur les marchés ciblés par la société
- Une forte inertie des entreprises traditionnelles par rapport aux technologies innovantes

Avertissement complémentaire

Les informations présentées dans les pages précédentes restent partielles. Elles ne peuvent être considérées comme ayant une valeur contractuelle.

Cette publication a été rédigée par Champeil et est délivrée à titre informatif. Elle ne constitue en aucun cas un ordre d'achat ou de vente de la (les) valeur(s) mobilière(s) qui y est (sont) mentionnée(s). Elle ne constitue en aucun cas une décision d'investissement. De ce fait, ni Champeil, ni ses dirigeants, ni ses employés ne peuvent être tenus responsables d'une quelconque décision d'investissement.

Les informations, estimations et commentaires exprimés dans cette étude proviennent de sources jugées dignes de foi. Toutefois, Champeil n'en garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité, ni la fiabilité. Ainsi, sa responsabilité, ni celle de ses dirigeants, ni de ses employés, ne pourrait être engagée d'aucune manière à ce titre. Les opinions, appréciations, estimations et prévisions contenues dans cette publication reflètent le jugement de Champeil à la date mentionnée en première page du document, et peuvent ultérieurement faire l'objet de modifications ou d'abandons sans préavis, ni notification.

Cette publication ne peut être diffusée auprès de personnes soumises à certaines restrictions. Ainsi, en particulier, au Royaume-Uni, seules les personnes considérées comme 'personnes autorisées ou exemptées' selon le 'Financial Services Act 1986' du Royaume-Uni, ou tout règlement passé en vertu de celui-ci ou les personnes telles que décrites dans la section 11 (3) du 'Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemption) order 1997' peuvent avoir accès à la publication ci-présente. Celle-ci ne saurait être distribuée ou communiquée, directement ou indirectement, à tout autre type de personne. Toute personne qui viendrait à être en possession de cette publication doit s'informer et respecter de telles restrictions. De même, cette publication ne peut être diffusée aux Etats-Unis ni à ses ressortissants. La (les) valeur(s) mobilière(s) faisant l'objet de cette publication n'a (n'ont) pas été enregistrée(s) auprès de la Securities and Exchange Commission et envoyer cette étude à un résident des États-Unis est interdit.

Il est possible que Champeil ait conclu avec l'émetteur sur lequel porte l'analyse financière un contrat en vue de rédiger et diffuser une (ou plusieurs) publication(s), laquelle (lesquelles) a (ont) été relue(s) par celui-ci. Toutefois, le cas échéant, cette publication pourra être réalisée par Champeil de façon indépendante, conformément à la déontologie et aux règles de la profession.

Cette publication reste la propriété de Champeil et ne peut être reproduite ou diffusée sans autorisation préalable de Champeil.

Participation de l'analyste, et/ou de ses salariés au capital de l'émetteur	Participation de l'émetteur au capital de Champeil	Autres intérêts financiers importants entre l'émetteur et Champeil	Existence d'un contrat de teneur de marché ou d'apporteur de liquidité entre l'émetteur et Champeil	Rémunération de Champeil par l'émetteur au titre de l'établissement de la présente analyse financière	Rémunération de Champeil par l'émetteur au titre d'autres prestations que l'établissement de la présente analyse financière	Communication de l'analyse financière à l'émetteur préalablement à sa diffusion
Non	Non	Non	Non	Oui	Oui	Oui