

**Maud Servagnat**  
Analyste Financier  
[Maud.servagnat@inextenso-finance.fr](mailto:Maud.servagnat@inextenso-finance.fr)

Date de première diffusion : 10 janvier 2025

## UPERGY

### Facturations T4 en baisse de -4,3%, à relativiser

En dépit d'une activité résiliente, les facturations du T4 2024 sont ressorties en baisse de -4,3% YoY à 10,9 M€ (après -1,2% sur les 9 premiers mois de l'exercice). La variation à taux de changes constants était de -5,7% sur le T4 (après -2,1% sur les 9M). Le groupe a été impacté par (1) une base de comparaison élevée sur le mois de décembre au UK, (2) les problèmes techniques de la plateforme web en France, et (3) la baisse structurelle de l'activité B to C. L'activité du groupe est résiliente (diversité et multiplicité des clients/secteurs, récurrence, ...). Cependant la conjoncture est morose et la visibilité est très limitée. Nous ajustons notre modèle à la suite de la publication et réitérons notre objectif de cours à 1,75 €. Nous abaissons notre opinion d'Achat à Neutre. Le titre se traite à 8,8x l'EV/EBIT 2025 sur nos estimations.

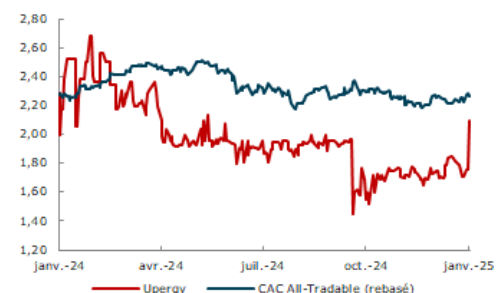
**Opinion** **3. Neutre**  
**Cours (clôt. au 09/01/25)** **1,92 €**  
**Objectif de cours** **1,75 € (-9%)**

#### Données boursières

Code Bloomberg	ALUPG:FP
Capitalisation boursière	9,1 M€
Valeur d'entreprise	3,8 M€
Flottant	1,4 M€ (15,4%)
Nombre d'actions	4 731 213
Volume quotidien	2 728 €
Taux de rotation du capital (1 an)	3,87%
Plus Haut (52 sem.)	2,68 €
Plus Bas (52 sem.)	1,45 €

#### Performances

Absolue	1 mois	6 mois	12 mois
	+21,4%	+7,1%	-7,9%



#### Actionnariat

Heler (D. Buffelard) : 52,21% ; Free float : 15,44%  
Lafayette Capital : 24,10% ; T. Bouvat : 3,15%  
Auto-contrôle : 5,03% ; Autres : 0,07%

#### Agenda

3 avril 2025 : Résultats FY2024 (après bourse)

#### Chiffres Clés

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
CA (M€)	43,9	44,5	44,0	45,0	46,0
Var YoY (%)	-1,2%	1,4%	-1,2%	2,2%	2,3%
EBITDA (M€)	1,9	1,6	1,3	1,9	2,0
EBIT (M€)	1,2	1,3	0,9	1,4	1,5
EBIT/CA (%)	2,7%	2,9%	2,0%	3,1%	3,3%
Res. Net. (M€)	1,4	0,6	0,4	1,0	1,1
RN/CA (%)	3,3%	1,3%	1,0%	2,2%	2,4%
BPA (de base)	0,30	0,13	0,09	0,21	0,23

#### Ratios

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
VE / CA	0,4	0,3	0,4	0,3	0,3
VE / EBITDA	8,3	8,0	12,3	7,7	7,0
VE / EBIT	13,0	10,0	18,5	10,1	9,1
P / E	6,0	13,8	23,7	10,0	9,0
Gearing (%)	48%	32%	41%	27%	24%
Dette nette/Ebitd:	3,6	2,8	4,5	2,2	1,9
ROCE (%)	10%	4%	3%	7%	7%

#### Baisse des facturations au T4 à relativiser

Les facturations du T4 2024 sont ressorties en baisse de -4,3% YoY à 10,9 M€ (après -1,2% sur les 9 premiers mois de l'exercice). La variation à taux de changes constants était de -5,7% sur le T4 (après -2,1% sur les 9M). Le groupe a été impacté par (1) une base de comparaison élevée sur le mois de décembre au UK, (2) les problèmes techniques de la plateforme web en France, et (3) la baisse structurelle de l'activité B to C.

#### En France, dynamisme de Allbatteries, hors Web

En France (57% des facturations du groupe), les facturations étaient en léger retrait de -1,4% sur le trimestre YoY et globalement stables sur FY2024. La bonne dynamique du segment Allbatteries a permis de compenser l'impact des problèmes techniques/de référencement de la nouvelle plateforme web.

#### Au UK : base de comparaison défavorable en décembre

Le UK (36% des facturations) était en recul de -9,0% sur le trimestre YoY, du fait d'une base de comparaison élevée. Décembre 2023 avait en effet bénéficié d'une commande significative de la part des hôpitaux anglais NHS. Cependant, le segment Hawk-woods a poursuivi son redressement au T4 YoY, sur une base de comparaison favorable post crise du cinéma.

#### Gains de parts de marché en Espagne

L'Espagne (6% des facturation) était en progression de c.+3% au T4 YoY, porté par le développement soutenu de l'activité Enix Power Solution (activité de premier équipement).

#### Le B2C : toujours en recul structurel, sans surprise

Le segment B to B (c.90% des facturations du groupe) était en baisse de -3,9% au T4 YoY, principalement imputable au marché UK. Le segment B to C (c.10% des facturations), sans surprise, était en baisse structurelle de -8,2% au T4 YoY. Sur l'exercice FY2024, les facturations B to C ont atteint c.4,5 M€. Pour rappel, le CA de ce segment était le double à 9,3 M€ en 2020.

#### Opinion Neutre (vs Achat) - OC réitéré à 1,75 €

L'activité du groupe est résiliente (diversité et multiplicité des clients/secteurs, récurrence, ...) et l'offre de produits pertinente. Cependant la conjoncture est morose et la visibilité est très limitée. Nous ajustons notre modèle à la suite de la publication et réitérons notre objectif de cours à 1,75 €. Nous abaissons notre opinion d'Achat à Neutre. Le titre se traite à 8,8x l'EV/EBIT 2025 sur nos estimations.

## Données financières

Compte de résultat	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Au 31/12 (en M €)	A	A	E	E	E	E	E
Chiffre d'affaires	43,9	44,5	44,0	45,0	46,0	47,1	48,2
Δ %	-1,2%	1,4%	-1,2%	2,2%	2,3%	2,5%	2,4%
Marge Brute	19,7	18,9	19,8	20,6	21,1	21,7	22,2
% du CA	44,8%	42,4%	45,1%	45,8%	45,9%	45,9%	45,9%
<b>EBITDA</b>	<b>1,9</b>	<b>1,6</b>	<b>1,3</b>	<b>1,9</b>	<b>2,0</b>	<b>2,2</b>	<b>2,3</b>
% du CA	4,2%	3,7%	3,0%	4,1%	4,3%	4,6%	4,7%
<b>Résultat d'exploitation</b>	<b>1,2</b>	<b>1,3</b>	<b>0,9</b>	<b>1,4</b>	<b>1,5</b>	<b>1,7</b>	<b>1,8</b>
% du CA	2,7%	2,9%	2,0%	3,1%	3,3%	3,6%	3,7%
Résultat financier	0,2	(0,5)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,3)
Impôt sur les résultats	(0,4)	(0,1)	(0,0)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,2)
<b>Résultat Net part du groupe</b>	<b>1,4</b>	<b>0,6</b>	<b>0,4</b>	<b>1,0</b>	<b>1,1</b>	<b>1,2</b>	<b>1,3</b>
BPA de base (€)	0,3	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3

Bilan	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Au 31/12 (en M €)	A	A	E	E	E	E	E
Actifs incorporels	5,2	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4
Actifs corporels	1,4	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Actifs financiers	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Actifs d'exploitation	22,2	22,7	23,8	23,1	23,6	24,1	24,5
Trésorerie	1,6	2,8	1,1	2,8	3,2	3,7	4,4
Total de l'actif	30,7	32,6	32,0	33,0	33,9	34,9	36,0
Capitaux propres Groupe	13,8	14,5	14,4	14,9	15,6	16,3	17,1
Provisions pour risques et charges	0,5	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Dettes financières	8,2	7,4	6,9	6,9	6,9	6,9	6,9
Dettes d'exploitation	8,2	10,0	9,9	10,4	10,7	11,0	11,2
Total du passif	30,7	32,6	32,0	33,0	33,9	34,9	36,0
Trésorerie nette (cash net)	6,7	4,6	5,9	4,1	3,8	3,2	2,6
Gearing (% capitaux propres)	48,3%	31,7%	40,7%	27,5%	24,3%	19,8%	15,0%
Dettes nettes / EBITDA (x)	3,6	2,8	4,5	2,2	1,9	1,5	1,1

Tableau de flux	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Au 31/12 (en M €)	A	A	E	E	E	E	E
Marge brute d'autofinancement	1,8	1,3	0,9	1,4	1,6	1,7	1,8
Variations du BFR	(2,7)	1,3	(1,2)	1,3	(0,3)	(0,2)	(0,2)
Flux net de trésorerie généré par l'activité	(0,9)	2,6	(0,3)	2,7	1,3	1,5	1,6
Flux net de trésorerie lié aux investissements	(0,8)	(0,5)	(0,5)	(0,4)	(0,5)	(0,5)	(0,5)
Flux net de trésorerie lié aux financements	(1,3)	(1,7)	(1,0)	(0,5)	(0,5)	(0,5)	(0,5)
Variations de trésorerie	(3,1)	0,3	(1,3)	1,8	0,3	0,6	0,7

Source : Historique société et estimations In Extenso Finance

## Facturations T4 à 10,9 M€, en baisse de -4,3 % YoY

Les facturations du T4 2024 sont ressorties en baisse de -4,3% YoY à 10,9 M€ (après -1,2% sur les 9 premiers mois de l'exercice). La variation à taux de changes constants était de -5,7% sur le T4 (après -2,1% sur les 9M).

Malgré une activité résiliente (étant donné la diversité et le nombre de clients/secteurs, la récurrence...) et une offre pertinente, le groupe a enregistré un recul de son activité au T4 dû à certains éléments non-structurels : base de comparaison élevée sur le mois de décembre au UK et problème technique de la plateforme web de vente en France. En sus, le groupe a continué de subir la baisse structurelle de l'activité B to C. Cette dernière représente désormais environ 10% du total des facturations.

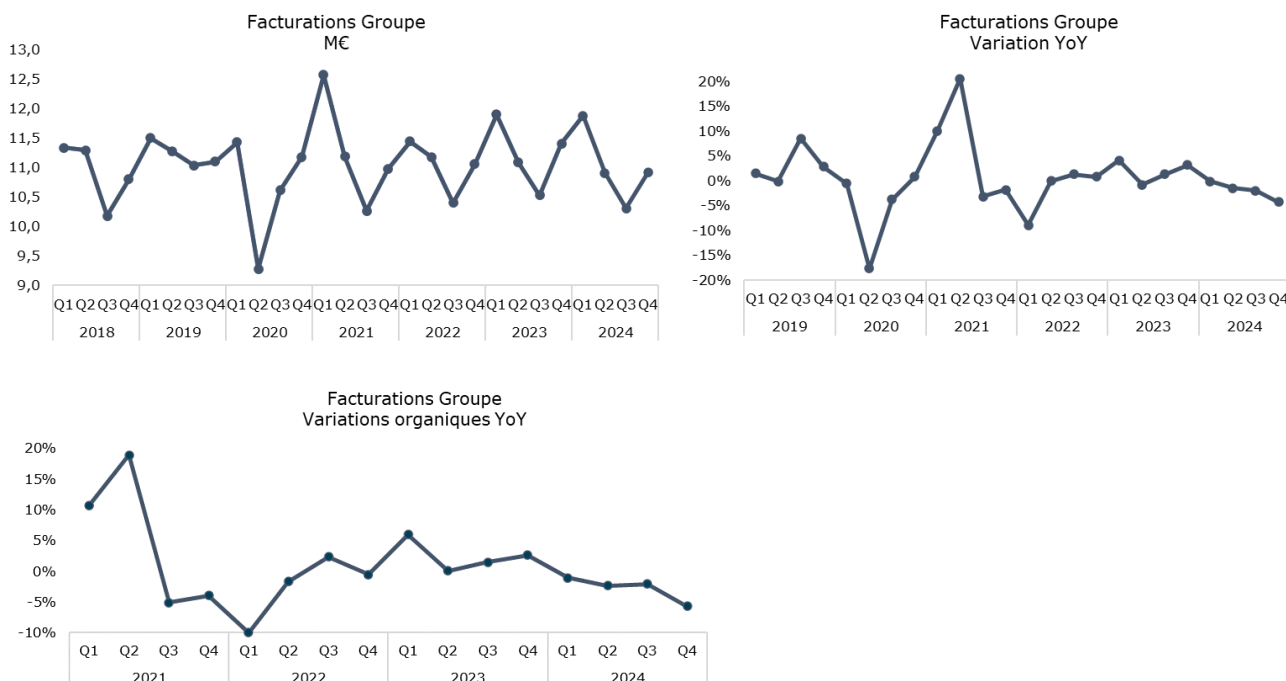
Par canaux de distribution :

- Le segment B to B (environ 90% des facturations du groupe) était en baisse de -3,9% au T4 YoY, principalement imputable au marché UK.
- Le segment B to C (c.10% des facturations), sans surprise, était en baisse structurelle de -8,2% YoY. Sur l'année 2024, les facturations B to C ont atteint environ 4,5 M€. Pour rappel, le CA de ce segment était pratiquement le double à 9,3 M€ en 2020.

Par géographie :

- En France (57% des facturations du groupe), les facturations étaient en léger retrait de -1,4% sur le trimestre YoY et globalement stable sur FY2024. La bonne dynamique du segment Allbatteries (hors web) a permis de compenser l'impact des problèmes techniques/de référencements de la nouvelle plateforme web.
- Le UK (36% des facturations) était en recul de -9,0% sur le trimestre YoY, du fait d'une base de comparaison élevée. Décembre 2023 avait en effet bénéficié d'une commande significative de la part des hôpitaux anglais NHS. Cependant, le segment Hawk-woods a poursuivi son redressement au T4 YoY.
- L'Espagne (6% des facturation) était en progression de c.+3% au T4 YoY, porté par le développement soutenu de l'activité Enix Power Solution (activité de premier équipement).

## Evolution des facturations trimestrielles du groupe (M€)



Source : In Extenso Finance

## Evolution des facturations trimestrielles – B2B vs B2C

Par canaux de distribution																			
Facturations (MC)		2021		2022		2023												2024	
	FY	FY	Q1	Q2	H1	Q3	9M	Q4	H2	FY	Q1	Q2	H1	Q3	9M	Q4	H2	FY	
BtoB	38,1	38,4	10,5	9,8	20,3	9,4	29,7	10,3	19,7	40,0	10,7	9,8	20,4	9,2	29,6	9,9	19,1	39,5	
BtoC	6,8	5,6	1,4	1,3	2,7	1,1	3,8	1,1	2,3	4,9	1,2	1,2	2,4	1,1	3,5	1,0	2,1	4,5	
<b>Groupe</b>	<b>45,0</b>	<b>44,1</b>	<b>11,9</b>	<b>11,1</b>	<b>23,0</b>	<b>10,5</b>	<b>33,5</b>	<b>11,4</b>	<b>21,9</b>	<b>44,9</b>	<b>11,9</b>	<b>10,9</b>	<b>22,8</b>	<b>10,3</b>	<b>33,1</b>	<b>10,9</b>	<b>21,2</b>	<b>44,0</b>	
Var YoY (%)																			
	FY	FY	Q1	Q2	H1	Q3	9M	Q4	H2	FY	Q1	Q2	H1	Q3	9M	Q4	H2	FY	
BtoB	14,7%	0,8%	5,1%	0,7%	3,0%	3,7%	3,2%	6,2%	5,0%	4,0%	1,1%	-0,1%	0,5%	-1,9%	-0,2%	-3,9%	-2,9%	-1,2%	
BtoC	-26,0%	-17,9%	-4,0%	-11,1%	-7,6%	-15,6%	-10,2%	-18,2%	-16,9%	-12,9%	-10,6%	-12,2%	-11,4%	-3,4%	-9,0%	-8,1%	-5,8%	-8,2%	
<b>Groupe</b>	<b>5,8%</b>	<b>-2,1%</b>	<b>4,0%</b>	<b>-0,9%</b>	<b>1,6%</b>	<b>1,2%</b>	<b>1,5%</b>	<b>3,1%</b>	<b>2,2%</b>	<b>1,9%</b>	<b>-0,2%</b>	<b>-1,6%</b>	<b>-0,9%</b>	<b>-2,1%</b>	<b>-1,2%</b>	<b>-4,3%</b>	<b>-3,2%</b>	<b>-2,0%</b>	
Mix canaux de distribution %																			
	FY	FY	Q1	Q2	H1	Q3	9M	Q4	H2	FY	Q1	Q2	H1	Q3	9M	Q4	H2	FY	
BtoB	85%	87%	89%	88%	88%	89%	89%	90%	90%	89%	90%	89%	90%	89%	90%	90%	90%	90%	
BtoC	15%	13%	11%	12%	12%	11%	11%	10%	10%	11%	10%	11%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	

Source : In Extenso Finance

## Evolution des facturations trimestrielles par géographie

Par géographie																			
Facturations (MC)		2021		2022		2023												2024	
	FY	FY	Q1	Q2	H1	Q3	9M	Q4	H2	FY	Q1	Q2	H1	Q3	9M	Q4	H2	FY	
France	26,1	23,9	6,7	6,3	12,9	5,6	18,6	6,3	12,0	24,9	6,9	6,1	13,0	5,8	18,8	6,2	12,0	25,0	
Grande-Bretagne	15,6	17,0	4,4	4,1	8,5	4,2	12,7	4,4	8,6	17,1	4,2	4,0	8,2	3,8	12,0	4,0	7,8	16,0	
Espagne	2,5	2,5	0,6	0,5	1,2	0,6	1,7	0,6	1,2	2,4	0,7	0,7	1,3	0,6	1,9	0,6	1,2	2,5	
Autres (Italie, Tunisie, Belgique)	0,8	0,7	0,2	0,2	0,3	0,1	0,4	0,1	0,2	0,5	0,1	0,2	0,3	0,1	0,4	0,1	0,2	0,5	
<b>TOTAL</b>	<b>45,0</b>	<b>44,1</b>	<b>11,9</b>	<b>11,1</b>	<b>23,0</b>	<b>10,5</b>	<b>33,5</b>	<b>11,4</b>	<b>21,9</b>	<b>44,9</b>	<b>11,9</b>	<b>10,9</b>	<b>22,8</b>	<b>10,3</b>	<b>33,1</b>	<b>10,9</b>	<b>21,2</b>	<b>44,0</b>	
Var YoY (%)																			
	FY	FY	Q1	Q2	H1	Q3	9M	Q4	H2	FY	Q1	Q2	H1	Q3	9M	Q4	H2	FY	
France	4,4%	-8,4%	8,9%	0,4%	4,6%	0,2%	3,2%	7,1%	3,7%	4,2%	3,0%	-2,6%	0,3%	2,7%	1,0%	-1,5%	0,5%	0,4%	
Grande-Bretagne	15,5%	9,3%	0,3%	-1,8%	-0,7%	3,0%	0,5%	0,9%	1,9%	0,6%	-5,3%	-3,3%	-4,3%	-9,3%	-6,0%	-8,9%	-9,1%	-6,7%	
Espagne	-2,3%	0,0%	-10,8%	-5,5%	-8,5%	2,9%	-5,1%	-7,0%	-2,5%	-5,6%	2,3%	24,1%	12,2%	1,6%	8,8%	2,9%	2,3%	7,2%	
Autres (Italie, Tunisie, Belgique)	-43,4%	-20,8%	-13,7%	-9,8%	-11,7%	-13,9%	-12,4%	-36,7%	-25,5%	-18,2%	-3,5%	-3,0%	-3,2%	6,0%	-0,5%	-21,5%	-5,9%	-4,4%	
<b>TOTAL</b>	<b>5,8%</b>	<b>-2,1%</b>	<b>4,0%</b>	<b>-0,9%</b>	<b>1,6%</b>	<b>1,2%</b>	<b>1,5%</b>	<b>3,1%</b>	<b>2,2%</b>	<b>1,9%</b>	<b>-0,2%</b>	<b>-1,6%</b>	<b>-0,9%</b>	<b>-2,1%</b>	<b>-1,2%</b>	<b>-4,3%</b>	<b>-3,2%</b>	<b>-2,0%</b>	
Mix géographies %																			
	FY	FY	Q1	Q2	H1	Q3	9M	Q4	H2	FY	Q1	Q2	H1	Q3	9M	Q4	H2	FY	
France	58%	54%								55%								57%	
Grande-Bretagne	35%	39%								38%								36%	
Espagne	6%	6%								5%								6%	
Autres (Italie, Tunisie, Belgique)	2%	2%								1%								1%	
<b>TOTAL</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>								<b>100%</b>								<b>100%</b>	

Source : estimations In Extenso Finance

## Perspectives

La visibilité est très limitée. Cependant le management attend une reprise de la croissance du CA en 2025.

## Guidance

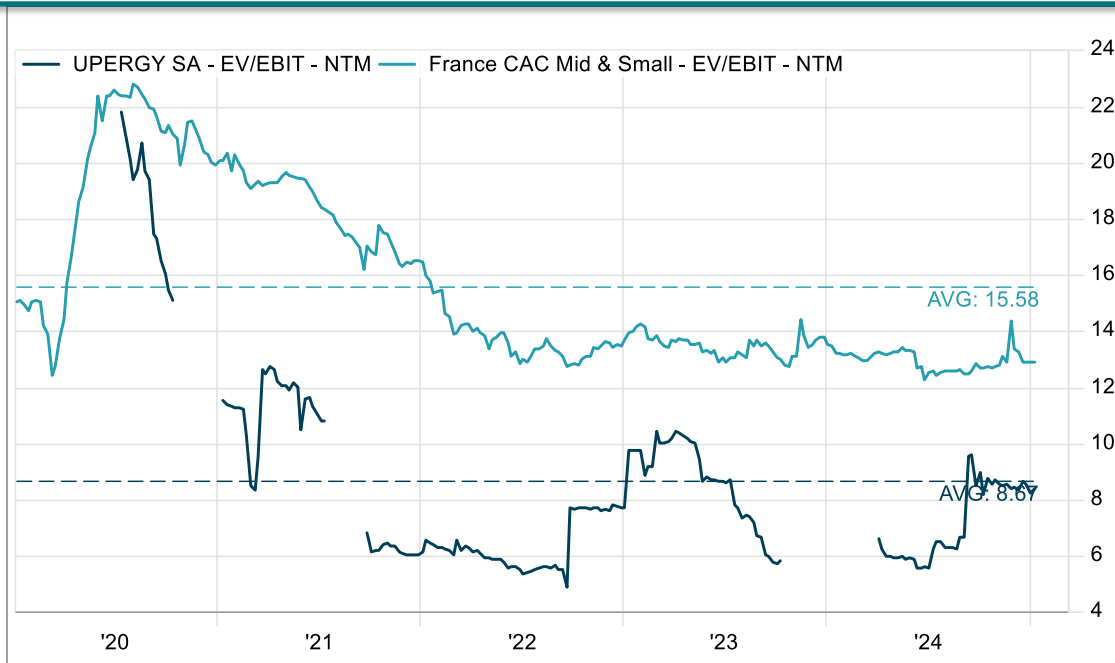
Date	Evènement	Horizon	Evolution	Détails
09/04/2024	Facturations T1 2024	<u>Perspectives 2024</u>	Confirmée	Poursuite de la croissance annuelle et progression de la rentabilité. Remontée attendue du taux de marge brute.
09/07/2024	Facturations T2 2024	<u>Perspectives 2024</u>	Confirmée	Poursuite de la croissance annuelle et progression de la rentabilité. Remontée attendue du taux de marge brute.
25/09/2024	Résultats S1 2024	<u>Perspectives 2024</u>	Baisse	CA attendu stable en 2024 YoY. La conjoncture pèse sur la dynamique commerciale. Visibilité limitée sur le S2. Le groupe accentue ses mesures en faveur de la maîtrise des coûts fixes afin de limiter l'impact sur sa rentabilité.
08/10/2024	Facturations T3 2024	<u>Perspectives 2024</u>	Confirmée	CA attendu stable en 2024 YoY. La conjoncture pèse sur la dynamique commerciale. Visibilité limitée sur le S2. Le groupe accentue ses mesures en faveur de la maîtrise des coûts fixes afin de limiter
09/01/2025	Facturations T4 2024	<u>Perspectives 2025</u>	New	Reprise de la croissance du CA

Source : In Extenso Finance

## Evolution des multiples de valorisation

Le titre se traite actuellement à 8,6 x l'EV/EBIT NTM (Next 12 Months).

### Valorisation EV/EBIT de UPERGY vs sa moyenne historique et vs France CAC Mid & Small



Source : Factset & In Extenso Finance

## Avertissements importants

### Définition des opinions et objectifs de cours de In Extenso Finance

Les opinions mentionnées par In Extenso Finance traduisent la performance absolue attendue, à un horizon compris entre 6 et 12 mois, pour chaque valeur considérée, et ce, en monnaie locale.

1. Achat fort	Le titre devrait réaliser une performance absolue supérieure à +25 %
2. Achat	Le titre devrait réaliser une performance absolue comprise entre +10 % et +25 %
3. Neutre	Le titre devrait évoluer entre +10 % et -10 %
4. Vente	Le titre devrait réaliser une contre performance absolue comprise entre -10 % et -25 %
5. Vente fort	Le titre devrait réaliser une contre performance absolue supérieure à -25 %

Le détail des méthodes appliquées par In Extenso Finance pour la détermination de ses objectifs de cours est disponible sur le site Internet [www.genesta-finance.com](http://www.genesta-finance.com).

### Détection de conflits d'intérêts potentiels

Participation de l'analyste, de In Extenso et/ou de ses salariés au capital de l'émetteur	Participation de l'émetteur au capital de In Extenso	Autres intérêts financiers importants entre l'émetteur et In Extenso	Existence d'un contrat de teneur de marché ou d'apporteur de liquidité entre l'émetteur et In Extenso	Rémunération de In Extenso par l'émetteur au titre de l'établissement de la présente analyse financière	Rémunération de In Extenso 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	Non	Non

En qualité d'Analyste Financier Indépendant au sens du Règlement Général de l'AMF, In Extenso se réfère aux modalités administratives et organisationnelles définies par la profession, en particulier dans le respect des best practices et en matière de gestion des conflits d'intérêts. Des procédures spécifiques strictes définissent le fonctionnement interne des activités d'analyse financière au sein de In Extenso. Des informations supplémentaires peuvent être obtenues sur simple demande écrite adressée à la société In Extenso quant à ces règles de fonctionnement.

### Changement d'opinion et/ou d'objectif de cours relatifs à la valeur au cours des 12 derniers mois

Date	Opinion	Objectif de cours
10 janvier 2025	Reprise de couverture <b>Neutre</b>	<b>1,75 €</b>
9 octobre 2024	Flash Valeur <b>Achat</b>	<b>1,75 €</b>
30 septembre 2024	Flash Valeur <b>Neutre</b>	<b>1,75 €</b>
10 juillet 2024	Flash Valeur <b>Achat</b>	<b>2,25 €</b>
10 avril 2024	Flash Valeur <b>Achat Fort</b>	<b>2,75 €</b>
4 avril 2024	Initiation de couverture <b>Achat</b>	<b>2,75 €</b>

### Répartition des opinions

Répartition des opinions sur l'ensemble des valeurs suivies par In Extenso Finance



■ Achat Fort ■ Achat □ Neutre ■ Vente ■ Vente Fort

Répartition des opinions sur les valeurs suivies par IEF au sein d'un même secteur d'activité



■ Achat Fort ■ Achat □ Neutre ■ Vente ■ Vente Fort

Répartition des opinions sur les valeurs pour lesquelles IEF a fourni des prestations de services



■ Achat Fort ■ Achat □ Neutre ■ Vente ■ Vente Fort

## 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 In Extenso 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 est destinée aux investisseurs professionnels et ne constitue en aucun cas une décision d'investissement. De ce fait, ni In Extenso Financement & Marché, 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, In Extenso Finance 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 In Extenso Finance 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 Etats-Unis est interdit.

Il est possible que In Extenso Finance 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 In Extenso Finance de façon indépendante, conformément à la déontologie et aux règles de la profession.

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