

Date de première diffusion : 2 avril 2024

Hopscotch

En ordre de marche pour les ambitions 2030

Solides résultats opérationnels 2024

Le RO 2024 est ressorti à 9,2 M€ (vs 9,9 M€ en 2023) et inclut -1 M€ de charges non-récurrentes de réorganisation en Amérique du Nord. Le RO retraité de ces charges aurait été de 10,2 M€, au-dessus de nos attentes à 10 M€. La zone Amérique du Nord a pâti d'un manque d'activité (-1,5 M€ au niveau de la MB), liée en particulier à l'industrie du vin, impactée par les déclarations de D. Trump. La marge opérationnelle (RO/MB) s'est établie à 8,7% (9,7% corrigée des charges non-récurrentes). Les reprises de DAP étaient en forte baisse comparées à celles de l'an passé. Les charges de personnel et les charges externes ont été maîtrisées. L'intégration d'Interface Tourism a contribué de façon relative aux résultats avec +9,5 M€ sur la MB et +1,2 M€ sur le RO (12,2% de marge). Le Résultat Net part du groupe est ressorti à 4,8 M€, en légère croissance YoY (4,6 M€ en 2023).

Ambitions 2030 : consolidation et croissance à 200 M€ de MB

Les JO ont été une formidable vitrine internationale du savoir-faire du groupe et de sa technicité. Cela devrait soutenir la croissance en 2025 et au cours des prochaines années. Par ailleurs, grâce à sa structure financière solide, le groupe poursuivra sa stratégie de croissance externe dynamique, tournée vers le renforcement de ses positions à l'international et de ses métiers/secteurs porteurs comme l'influence et le social. Hopscotch ambitionne de devenir un groupe de communication de premier plan dans le monde. Le groupe vise ainsi (i) 200 M€ de MB à horizon 2030, soit une accélération de la croissance annuelle moyenne historique de +7% à +11,4%, pour entre 50% et 75% par acquisitions, et (ii) une marge de ROC/MB de 12% (vs 8,7% en 2024).

Situation financière saine qui permet des acquisitions

La structure financière est toujours solide. Les acquisitions font partie intégrante de la stratégie de croissance du groupe, avec un track record positif, comme en témoigne la dernière intégration relative, Interface Tourism en juillet 2023, qui représente 9% de la MB du groupe avec une marge ROC/MB à 12,2%. Par ailleurs, le Directoire a proposé un dividende de 0,65 € par action (flat YoY).

Valorisation attractive – OC 30 € (vs 29,1 €) - Achat Fort réitéré

Prenant en compte la publication, les ambitions 2030 et la réunion analystes, nous relevons notre objectif de cours à 30 € (vs 29,1 €). Le titre se traite à 4,1x l'EV/EBITDA NTM (12 mois glissants) et à 7,9x le PE NTM, des niveaux que nous jugeons toujours attractifs étant donné la dynamique du groupe (leviers de croissance organique solide et stratégie de croissance externe dynamique), son bilan solide et le niveau de CA sensiblement plus élevé que par le passé (CA 2024 à 319 M€ vs CA moyen 2015-2019 à 159 M€) avec un taux de marge opérationnelle ROC/MB à 8,7% en 2024 vs 4,8% en moyenne sur 2015-2019. Achat Fort réitéré.

Maud Servagnat

Analyste Financier

Maud.servagnat@inextenso-finance.fr

Opinion	1. Achat Fort
Cours (clôt. au 1er avril 2025)	16,80 €
Objectif de cours	30,0 € (+78,6 %)

Données boursières

Code Bloomberg	HOP:FP
Capitalisation boursière	51,4 M€
Valeur d'entreprise	63,4 M€
Flottant	16,1 M€ (31,3%)
Nombre d'actions	3 061 222
Volume quotidien	17 415 €
Taux de rotation du capital (1 an)	8,70%
Plus Haut (52 sem.)	25,50 €
Plus Bas (52 sem.)	14,95 €

Performances

Absolute	1 mois	6 mois	12 mois
	-6%	-22%	-13%



Actionnariat

Fondateurs : 27,60% ; Reworld Media : 26,41% ; Flottant : 31,30%

Agenda

6 mai 2025 : CA/MB T1 FY2025 (avant bourse)

Chiffres Clés

	2023	2024E	2025E	2026E	2027e
Marge Brute (M€)	93,0	104,8	111,2	117,3	123,8
Var YoY (%)	10,0%	17,6%	5,5%	5,5%	5,6%
EBE (M€)	10,5	14,0	14,4	15,2	16,0
ROP (M€)	9,9	9,2	11,2	11,9	12,7
Marge op. (%)	10,7%	8,7%	10,1%	10,2%	10,3%
Res. Net. (M€)	5,2	4,9	6,7	7,3	8,0
Marge nette (%)	5,6%	4,7%	6,1%	6,3%	6,4%
BPA (de base)	1,74	1,58	2,20	2,40	2,61

Ratios

	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
VE / MB	0,7	0,6	0,6	0,5	0,4
VE / EBE	6,1	4,8	4,8	4,1	3,4
VE / ROP	6,8	6,5	6,3	5,3	4,4
P / E	9,9	10,5	7,6	7,0	6,4
Gearing (%)	29%	39%	38%	17%	1%
DN / EBITDA	0,9	1,0	1,0	0,5	0,0
ROCE (%)	16%	14%	18%	16%	15%

In Extenso Finance et l'émetteur ont convenu qu'In Extenso Finance produira et diffusera une recherche en investissement sur ledit émetteur en tant que service à l'émetteur. Voir avertissements importants en fin de document. Pour plus d'informations sur In Extenso Finance et ses procédures internes, se référer au site Internet <https://finance.inextenso.fr/debt-equity-advisory>.

Présentation de la société

Conseil en communication, Digital, RP, Influence, Événementiel

Hopscotch est le premier groupe de relations publics (PR) en France et le troisième groupe de communication. Il est dirigé par ses fondateurs et ses managers, portée par la complémentarité des expertises. Avec plus de 800 collaborateurs, le groupe a publié un CA 2024 de 319,2 M€ et une MB de 104,8 M€.

Mix de tous les métiers de la communication

Hopscotch mixe tous les métiers de la communication : digital, Relations Publics & influence, événementiel, activation, affaires publiques et services marketing. Le groupe structure ses expertises autour d'agences portant son nom « Hopscotch » (Event / PR / Moments / Décideurs / Luxe / Season / Congrès / Sport / Tourism), et d'agences spécialisées : Sopexa, Heaven, Sagarmatha, Human to Human, Le Public Système Cinéma, Le Public Système PR, Sport (Alizeum, Sport&Co et Uniteam)...

Un réseau qui s'internationalise

Hopscotch dispose d'un réseau international intégré, avec 40 bureaux répartis sur 5 continents, permettant une capacité d'intervention partout dans le monde, que le groupe cherche à étendre, via, notamment, des prises de participations.

Un engagement RSE précoce et durable

Hopscotch a été précurseur en matière de RSE et d'impact et consacre des ressources croissantes pour développer ses résultats dans ces domaines. Le groupe a obtenu le label EcoVadis Platinum (moins de 1% des sociétés évaluées). Hopscotch PR a reçu trois étoiles pour le label RSE Agences actives, obtenue pour la première fois par une agence RP en juillet 2023.

Synthèse et Opinion

Un positionnement unique, global et pertinent

Le groupe intervient sur l'ensemble du marché de la communication, avec une offre intégrée, globale et transversale, guichet unique pour ses clients. Dans un marché mature et concurrentiel, le groupe enrichit et diversifie son offre sur tous les secteurs et développe des verticales métiers (tourisme, sport, RSE...). Le groupe a également digitalisé son offre et ses campagnes et profite de la poursuite du redressement de l'événementiel.

Les acquisitions : accélération de la croissance

Les acquisitions sont un levier naturel pour la croissance du groupe, qui vise des collaborations sectorielles et/ou géographiques. Le groupe a signé l'acquisition relative d'Interface Tourism en Europe en juillet 2023 et demeure sur le chemin des acquisitions.

Nouveau profil de rentabilité

La majeure partie des économies de charge de structure réalisées pendant la période Covid est pérenne. Ainsi le groupe a pratiquement doublé son niveau de ROC/MB de 4,8% pré-Covid à 10,1% en 2023. Nous anticipons une amélioration progressive des marges à moyen terme. Le groupe ambitionne d'atteindre une marge de ROC > 12% d'ici 2030.

Génération de cash et trésorerie nette excédentaire

Le groupe conjugue des perspectives de croissance (organique et externe) avec l'agilité de sa structure de coûts, se traduisant par une génération de cash significative (faible BFR et pas de capex) et ainsi, une situation financière très saine, permettant de renouer avec les acquisitions. Des augmentations de capital pourraient avoir lieu afin de les financer en partie.

Ambitions 2030 : 200 M€ de MB et ROC > 12%

Grâce à son envergure internationale (Europe, Pays du Golfe, Asie), à son positionnement unique sur des marchés en croissance, et à sa stratégie d'acquisition éprouvée, le groupe ambitionne d'atteindre 200 M€ de Marge Brute à horizon 2030, assorti d'une marge opérationnelle (ROC/MB) de 12%. Hopscotch vise à devenir un groupe de communication de premier plan dans le monde.

Valorisation attractive – Opinion Achat Fort

Le titre se traite sur des niveaux de valorisation attractifs : à environ 4,1x l'EV/EBITDA NTM (12 mois glissants) et 7,9x le PE.

SWOT

Forces

- Une proposition de valeur en adéquation avec les besoins des clients : offre globale et transversale avec un mix de tous les métiers de la communication, digital, événementiel, activation, influence, affaires publiques et services marketing.
- Capacité à innover (réseaux sociaux, hybridation des formats, etc.)
- Positionnement de leadership en France
- Une gestion rigoureuse : groupe restructuré pendant le Covid, plus rentable et agile
- Position de trésorerie nette positive
- Pas de capex et BFR faible

Faiblesses

- Les rapports de force avec les clients qui limitent la capacité à valoriser les équipes et le conseil
- Une visibilité limitée sur l'activité
- Une couverture géographique principalement française

Opportunités

- L'internationalisation
- L'enrichissement et la diversification de l'activité (verticales, secteurs, etc.)
- Evolution de la communication traditionnelle vers le digital
- L'intelligence artificielle (nouvelles offres et gains de productivité éventuels)

Menaces

- Crise économique
- Détérioration du pouvoir d'achat des consommateurs
- Pression concurrentielle

Méthode de valorisation

Notre objectif de cours de 30 € résulte d'une moyenne entre deux méthodologies de valorisation : DCF et comparables boursiers.

DCF

La méthode de valorisation par flux de trésorerie actualisés implique une valeur du titre de 37,7 €.

Comparables

L'application des multiples d'un échantillon de comparables boursiers (CA < 1 Md€) aux principaux agrégats projetés du groupe nous permet de calculer un prix par action de 22,4 €.

Résultats FY2024 : solide résultat d'exploitation hors Amérique du Nord

Le groupe a publié de solides résultats annuels 2024 (ajustés des charges non-récurrentes en Amérique du Nord).

FY2024

- Pour rappel, la croissance organique de la MB sur l'année a atteint c.+4%. Tous les métiers et toutes les zones géographiques étaient en croissance, à l'exception de l'Amérique du Nord où le groupe a connu un « accident commercial » avec une MB à 5 M€ vs 6,4 M€ en rythme de croisière.
- Le RO est ressorti à 9,2 M€ et inclut (dans les frais de personnel) -1 M€ de charges non-récurrentes de réorganisation en Amérique du Nord (départ de la direction locale). Hors charges non-récurrentes, le RO aurait été de 10,2 M€, au-dessus de nos attentes à 10 M€. La zone Amérique du Nord a en effet pâti d'un manque d'activité (-1,5 M€ de manque à gagner au niveau de la MB), liée en particulier à l'industrie du vin, impactée par les effets de bord des différentes déclarations de D. Trump sur les taxes à l'importation.
- La marge opérationnelle (RO/MB) s'est établie à 8,7% (9,7% corrigée des charges non-récurrentes en Amérique du Nord).
- Nous soulignons que les reprises de DAP étaient en forte baisse comparées à celles de l'an passé (+1,5 M € vs +3,2 M€ YoY), ainsi la comparaison du RO YoY est peu significative.
- Les charges de personnel et les charges externes ont été maîtrisées (croissance vertueuse), en dépit du surcroît de ressources humaines qui a été nécessaire cet été en lien avec les JO. Ces charges sont ressorties parfaitement en ligne avec nos attentes.
- L'intégration d'Interface Tourism a contribué de façon relative aux résultats avec +9,5 M€ de MB et +1,2 M€ de ROC (12,2% de marge). L'intégration au groupe n'est pas encore complète, a rappelé le Management. Hopscotch Tourism devrait être un accélérateur des activités du groupe à l'international.
- Notons que la marge du groupe sur les opérations liées aux JO est inférieure à celle des clients privés « traditionnels », moins présents cette année, conséquence des JO. Néanmoins les JO ont offert une vitrine internationale du savoir-faire du groupe et de sa technicité.
- Le résultat financier s'est établi à -1,6 M€. Les charges financières étaient en recul cette année grâce aux taux de change plus favorables. Elles devraient augmenter en 2025 avec l'augmentation du volume de dettes.
- Le Résultat Net part du groupe est ressorti à 4,8 M€, en légère croissance YoY.

Sur le S2

- Au S2, le résultat opérationnel est ressorti à 6,6 M€.

Compte de résultat simplifié par semestre

P&L simplified (31/12, € M)	2022	S1	S2	2023	S1	S2	2024
Sales	246,8	122,9	148,4	271,4	129,3	189,9	319,2
% YoY chg	60,6%	13,0%	7,6%	10,0%	5,1%	28,0%	17,6%
Gross Margin	86,4	42,0	51,0	93,0	49,3	55,5	104,8
Operating income	9,4	1,1	8,8	9,9	2,5	6,6	9,2
% of gross margin	10,8%	2,7%	17,2%	10,7%	5,2%	11,9%	8,7%
Financial result	(0,6)	(0,6)	(2,2)	(2,8)	(0,6)	(1,1)	(1,6)
Earnings before tax	8,7	0,5	6,6	7,2	2,0	5,5	7,5
Income tax	(2,8)	(0,9)	(1,1)	(2,0)	(1,0)	(1,1)	(2,1)
Net incomegroup share	5,6	0,5	4,1	4,6	1,1	3,7	4,8
EPS (basic)	2,1	0,2	1,5	1,7			1,6
% YoY chg	39%			-18%			-10%

Source : Historique Société et IE Finance

Une structure financière toujours solide

La structure financière est toujours solide. A fin décembre 2024, les capitaux propres ont progressé à 34,1 M€ (vs 31,5 M€ l'an passé).

La CAF s'est élevée à 9,3 M€ après neutralisation de l'effet IFRS 16. (vs 5,9 M€ l'an passé).

La variation de BFR était défavorable à -7,5 M€ (vs 5,7 M€ il y a un an). Le BFR était nettement moins favorable, en cause les délais de paiement rallongés de la part des clients étatiques (JO de Paris et Coppa Italia à Riyad) mais fiables.

Les rachats d'actions étaient de 227 k€.

Le Directoire a proposé la distribution d'un dividende de 0,65 € par action (identique à l'an passé).

Perspectives 2025 et ambitions 2030 : vers 200 M€ de MB et un ROC > 12%

2025

Le groupe bénéficie d'une visibilité internationale procurée par les opérations réussies liées aux JO. Cela devrait soutenir la croissance en 2025 et au cours des prochaines années, tant au niveau national qu'international, sur les grands événements.

En 2025, le groupe anticipe une « petite » croissance organique (+4% en moyenne en 2024).

Ambitions 2030

Grâce à son envergure internationale (le groupe est déjà établi dans des zones stratégiques : Europe, Pays du Golfe, Asie), son positionnement unique (combinaison des métiers complémentaires de conseil en communication, influence, et production événementielle) sur des marchés en croissance, et grâce à sa stratégie d'acquisition éprouvée (track record positif), le groupe ambitionne d'atteindre 200 M€ de Marge Brute à horizon 2030, assorti d'une marge opérationnelle (ROC/MB) de 12%. Hopscotch vise à devenir un groupe de communication de premier plan dans le monde.

Cette guidance implique un TCAM de croissance de la MB à +11,4% sur 2024-2030, soit une accélération comparée avec environ +7% en rythme annuel moyen sur la période 2014-2024.

Le management a précisé que 50% à 75% de cette croissance de la MB dépendra de futures acquisitions ciblées, qui viseront à renforcer les positions du groupe sur le plan géographique, sectoriel ou métier afin de pénétrer de nouveaux marchés porteurs, de créer des synergies et de la valeur à long terme.

Cette croissance sera vertueuse puisque le groupe vise une amélioration de son taux de RO de 8,7% en 2024 à 12% d'ici 2030.

Le groupe a détaillé les 4 leviers principaux de cette croissance :

1. Son positionnement solide et la complémentarité de ses métiers avec l'intégration de toutes les compétences nécessaires aux clients. Le groupe fait cohabiter le savoir-faire en conception événementiel avec toutes les techniques de conseil en communication.
2. L'innovation, qui est un focus permanent du groupe, notamment avec le développement de l'IA. Une équipe de 6 personnes environ travaille sur les usages de l'IA afin de la rendre accessible à tous les collaborateurs du groupe sur le plan technique (et moral).
3. Pousser les structures régionales (par exemple, Lyon, Marseille, la région PACA, etc.) et internationales (par exemple accélération dans les Pays du Golf).
4. Une approche ciblée en matière d'acquisitions. Le groupe a un track record positif en termes d'acquisitions et d'intégration, comme démontré par la dernière opération relative d'Interface Tourism. Les cibles sont internationales (le groupe a cité les Pays du Golfe, l'Amérique du Nord, l'Italie, l'Espagne, le Benelux et les pays scandinaves) mais le groupe s'intéresse également à des compléments de gamme en France. Des discussions sont en cours.

Nous rappelons que la structure financière solide du groupe permet des acquisitions. Celles-ci pourront être financées en partie par dettes et/ou augmentation de capital.

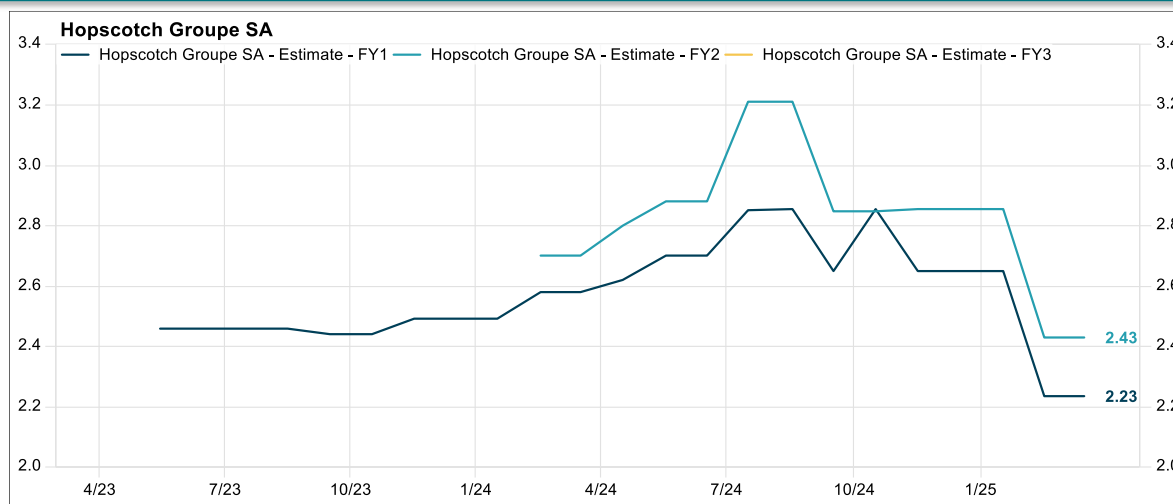
Guidance

	Evènement	Révision	Détails
2023			
04/05/2023	CA/MB T1		L'approche des JO 2024 à Paris va entraîner une dynamique progressive
03/08/2023	CA/MB S1		X
27/09/2023	RS	Perspectives S2 23 Perspectives 2024	Confiant en la poursuite du dynamisme au S2. Le groupe vise le même niveau de marge opérationnelle que l'an passé. L'année sera riche en activités majeures (JO et Mondial de l'automobile)
02/11/2023	CA/MB T3	Perspectives 2023	Hopscotch prévoit de bénéficier du même élan (des 9 mois) sur l'ensemble de l'exercice. La participation du groupe aux événements sportifs de l'été 2024 commencera à contribuer à cette dynamique sur le S2 2023, mais l'essentiel restera concentré sur l'exercice 2024.
2024			
06/02/2024	CA/MB T4		X
02/04/2024	Résultats FY2023	Perspectives 2024	Consolidation de la branche Tourisme en 2024 : MB > 100 M€ et amélioration de la marge opérationnelle
02/05/2024	CA/MB T1		X
01/08/2024	CA/MB T2		X
25/09/2024	RS		X
05/11/2024	CA/MB T3		Prudence sur le T4 : manque de visibilité et normalisation de l'activité post-JO
2025			
04/02/2025	CA/MB T4		X
31/03/2025	Résultats FY2024	Perspectives 2025	New "Petite" croissance organique de la MB
		Perspectives 2030	New 200 M€ de MB et ROC/MB > 12%

Source : Historique Société et IE Finance

Consensus de BPA

Révisions du consensus de BPA



Source : Factset & IE Finance

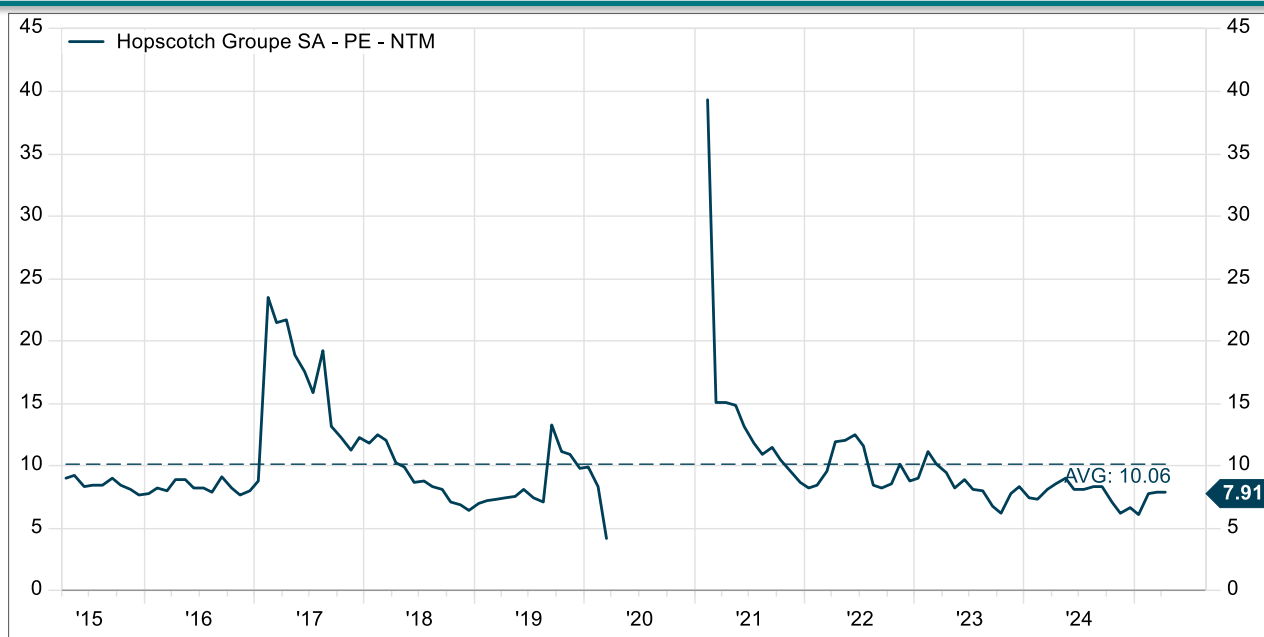
Valorisation du titre attractive

Le titre se traite à 4,1x l'EV/EBITDA NTM (12 mois glissants) et à 7,9x le PE, des niveaux que nous jugeons toujours attractifs étant donné la dynamique du groupe (ambitions 2030) et le niveau de CA sensiblement plus élevé que par le passé (CA 2024 à 319 M€ vs CA moyen 2015-2019 à 159 M€) avec un taux de ROC/MB multiplié par deux (10,1% en 2023 vs 4,8% en moyenne sur 2015-2019).

Valorisation historique EV/EBITDA NTM (x)



Valorisation historique PE NTM (x)



Source : Factset & IE 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 :

https://finance.inextenso.fr/wp-content/uploads/2022/11/Methode_Valo_Analyse_Fin_IEFM.pdf

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

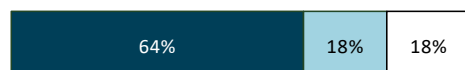
En qualité d'Analyste Financier Indépendant au sens du Règlement Général de l'AMF, In Extenso se réfère aux modalités administratives et organisationnelles définies par la profession, en particulier dans le respect des best practices et en matière de gestion des conflits d'intérêts. Des procédures spécifiques 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 au cours des 12 derniers mois

Date	Opinion	Objectif de cours
2 avril 2025	Etude annuelle Achat Fort	30,0 €
5 février 2025	Flash valeur Achat Fort	29,1 €
6 novembre 2024	Flash valeur Achat Fort	30,5 €
26 septembre 2024	Etude semi-annuelle Achat Fort	31,5 €
2 août 2024	Flash valeur Achat Fort	31,5 €
3 mai 2024	Flash valeur Achat Fort	30,8 €

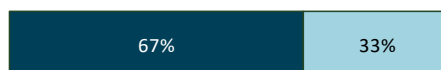
Répartition des opinions

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



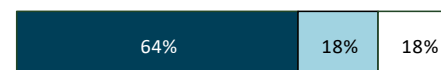
■ Achat Fort ■ Achat □ Neutre ■ Vente ■ Vente Fort

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 États-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.