

EQUITY RESEARCH

EVISO SPA
FOCUS DE L'ANALYSE

ACHAT

OC 3.9€ (vs 3.8€)
Potentiel: 73%

Un marché de plus en plus favorable

La pire année de l'histoire du marché libéralisé de l'électricité italien (pour les non-producteurs) est derrière nous, laissant la place à des conditions idéales pour eVISO de générer une forte croissance.

eVISO évolue dans un marché caractérisé par :

Une Demande nationale d'énergie en baisse: le mois d'avril 2023 a enregistré un niveau de consommation de 23.4 TWh (-3% YoY), niveau jamais atteint depuis plus de deux ans (source : Terna). La période de crise a conduit à une augmentation de la production d'électricité d'origine non renouvelable, qui en mai 2023 est revenue à un niveau inférieur à celle des énergies renouvelables (comme en juin 2021). La baisse de consommation d'Énergie en Italie par les ménages permettra à eVISO d'augmenter ses marges générées par Point de Livraison (POD) et de réduire le risque d'impayé ;

Le prix de l'électricité par MWh (PUN) est en forte baisse (source: GME), avec un prix moyen de 105 €/MWh enregistré sur le mois de juin 2023 (-61% YoY), un niveau qui n'avait pas été atteint depuis plus de deux ans. La baisse des prix de l'électricité a permis de réduire la facture énergétique des ménages de 56% sur le T2 2023 par rapport au S2 2022 calendaire (période de crise énergétique) ayant un impact très favorable sur les créances du groupe.

La composition de la facture énergétique (source : ARERA), a retrouvé la structure du troisième trimestre 2021. La part des matières premières dans la facture énergétique baisse au profit de la part des coûts de fourniture. Cet élément est également favorable à eVISO lui permettant de mieux gérer son BFR.

Ayant maintenant une meilleure visibilité, nous ajustons notre EBITDA à €3.2m sur la période 2022/2023 vs €4m précédemment en raison d'un ajustement en baisse des volumes livrés aux clients directs. Malgré cette révision en baisse, l'EBITDA du second semestre devrait tout de même afficher un net redressement par rapport au S1 (0.2m€). De plus, nous attendons une meilleure génération de cash qu'anticipé, avec un FCF maintenant attendue à €0.5m sur l'exercice (vs €-1.9m précédemment) grâce à un impact positif du BFR, qui compensera les capex de plus de 5m€ et la perte nette attendue. Nous prévoyons qu'eVISO aura des volumes vendus en baisse sur le segment direct et stables sur le segment revendeur cette année, mais pour la période 2023-2027 nous estimons un CAGR de 7.1% sur les volumes directs vendue et de 22.3% sur les volumes revendeurs, dans un environnement de marché nettement amélioré.

Suite à l'amélioration de la génération de cash attendue cette année et une légère amélioration des estimations à partir de 2024 (BPA +2.8%), nous relevons notre objectif de cours à €3.9 (vs €3.8), le potentiel reste très attractif. Achat confirmé.

Key data

Prix actuel (€)	2,3
Secteur	Technology Services
Ticker	EVS-IT
Nb d'actions (M)	24,662
Capitalisation boursière	55,5
Volumes traités/jour (k titres)	1,000

Actionnaires (%)

O Caminho S.r.l.	52,7
Iscat S.r.l.	13,9
Pandora S.S.	12,2
Arca Fondi SGR	3,0
Free float	21,2

BPA (€)

	06/23e	06/24e	06/25e
Estimation	-0,05	0,09	0,15
Changement de nos estimations (%)	na	2,8	2,1

Performance (%)

	1D	1M	YTD
Evolution du cours	-1,7	-2,6	-11,4
Rel FTSE Italy	-0,7	-6,1	-27,5



TP ICAP Midcap Estimates	06/22	06/23e	06/24e	06/25e	Valuation Ratio	06/23e	06/24e	06/25e
Chiffre d'affaires (m €)	208,1	225,4	213,0	250,1	VE/Sales	0,2	0,2	0,2
ROC (m €)	3,2	1,0	4,1	5,8	VE/EBITDA	14,7	6,6	4,5
MOC (%)	1,5	0,4	1,9	2,3	VE/EBIT	46,6	10,5	6,5
BPA (publié) (€)	-0,04	-0,05	0,09	0,15	PER	na	23,8	15,1
Dividende (€)	0,00	0,00	0,00	0,00				
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0				
FCF (m €)	5,2	0,5	3,9	5,2				

Consensus FactSet - Analystes: na	06/23e	06/24e	06/25e
CA	259,5	240,3	282,9
ROC	2,0	4,0	5,8
RNpg	0,8	2,3	3,6

Analyst
Davide Longo
davide.longo@tpicap.com
+33173030977



UN MARCHÉ DE PLUS EN PLUS FAVORABLE	1
DESCRIPTION	3
SWOT ANALYSIS	3
BAISSE DE LA CONSOMMATION ET DES PRIX D'ÉLECTRICITÉ	4
DES EFFETS BFR FAVORABLES	6
FINANCIAL DATA	8

Description

eVISO SpA est une entreprise technologique opérant dans le secteur lié aux matières premières. Basée à Saluzzo (Piémont), eVISO a été fondée par Gianfranco Sorasio en décembre 2012 et cotée sur l'Euronext Growth Milan en décembre 2020. L'entreprise est active sur 3 marchés : l'énergie, le gaz et les pommes. L'essentiel du CA est réalisé dans l'achat et la vente d'électricité (et de gaz) principalement à des patrons des petites et moyennes entreprises du nord de l'Italie par le biais d'un canal direct et dans toute l'Italie par le biais d'un canal de revendeurs. En juin 2022, les deux unités commerciales avaient livré 247 GWh (et aussi 1,6 M m³ de gaz) et 380 GWh, respectivement. Son positionnement orienté vers les revendeurs le rend unique sur le marché et, grâce à son avancée technologique, eVISO maîtrise une variété d'activités allant de l'approvisionnement à l'optimisation financière et à la gestion des dossiers, en établissant des relations à long terme avec les revendeurs sur le pays entier. À ce jour, le modèle commercial est largement développé dans le secteur de l'électricité, en phase d'expansion dans la vente directe de gaz et en plein développement sur le marché de la vente de pommes, à la fois spot et à terme avec une livraison à 3/6/9/12 mois grâce à la plateforme propriétaire révolutionnaire SmartMele.

SWOT Analysis

Strengths

- Plusieurs outils/platformes propriétaires capables de prévoir les prix et la consommation, de gérer des pratiques spécifiques, d'analyser les données produites par les POD et d'exécuter jusqu'à 1 million de commandes d'achat d'énergie par mois
- Capacité à s'adapter, à analyser et à révolutionner le marché italien des revendeurs, le plus grand producteur de données sur l'énergie en Europe.
- Forte conversion en cash FCFO/EBITDA (95% 4y avg), solide position financière (notation Cerved A3.1), potentiel d'investissement capex massif (/ M&A) et DN cash positif.
- Capacité de reproduire le même modèle économique à différents produits/marchés

Opportunities

- L'absence de développement technologique profond dans le secteur permet à eVISO de tirer parti de sa connaissance du marché et de ses capacités d'analyse des données.
- Un modèle de calcul et de tarification évolutif qui peut être appliqué à diverses matières premières (telles que l'or ou d'autres fruits) caractérisées par des volumes d'échanges élevés, une faible concentration d'acteurs majeurs et beaucoup de volatilité des prix.
- Développement continu d'outils à haut degré d'automatisation, capables d'attirer et de fidéliser un nombre croissant de clients directs et de revendeurs.
- Développement commercial de l'activité dans de nouvelles régions, les ventes directes sont principalement actives dans le Piémont et la Ligurie, mais les ventes aux revendeurs couvrent déjà toute l'Italie

Weaknesses

- La complexité du compte de résultat fondé sur le marge générée par POD fourni peut être difficile à percevoir (l'EBITDA a diminué en % des ventes en raison de la hausse des prix des matières premières, mais la marge brute par POD géré par eVISO continue de croître).
- Le risque de crédit est l'un des principaux risques pour les revendeurs d'énergie et ces dernières années ont été marquées par une forte volatilité (sur lequel les revendeurs n'ont aucun contrôle) ; cependant, eVISO a pu maintenir un taux très faible de départs à l'acquisition de POD à faible consommation.
- Activités dont les marges dépendent fortement de la dynamique du marché (pouvoir de fixation des prix est réduit) et fortement liée à l'État.

Threats

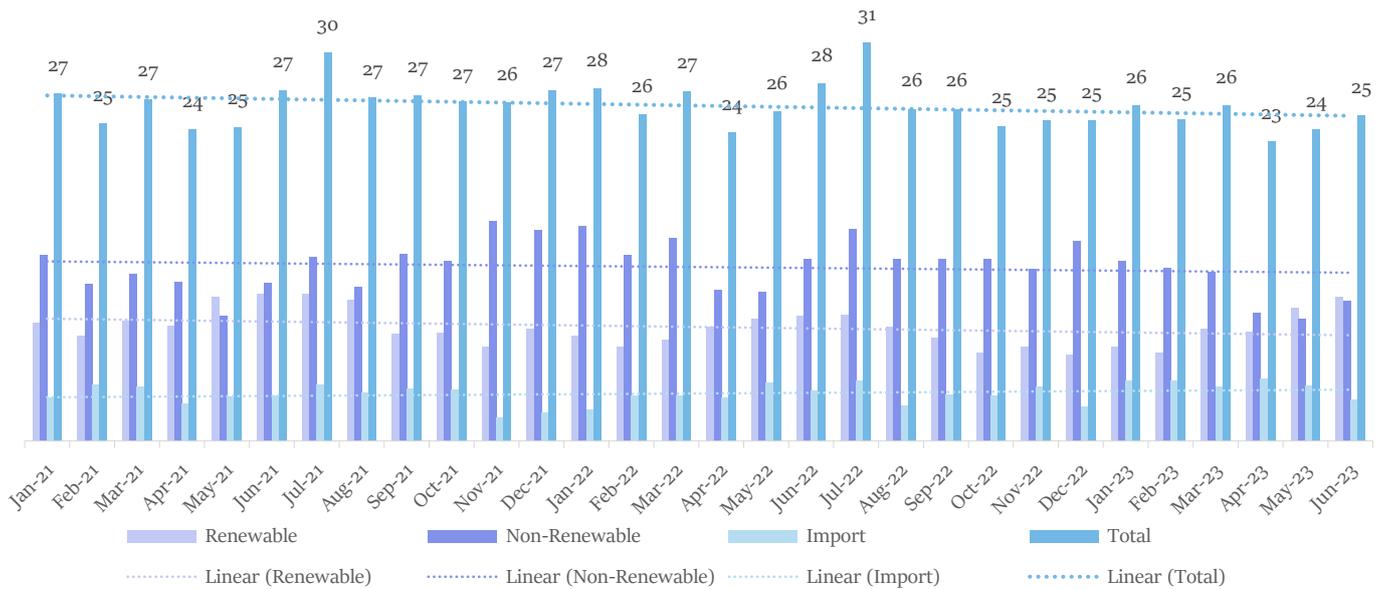
- Opérateur sur l'un des marchés les plus concurrentiels, où les leaders du marché ont un pouvoir financier extrêmement élevé.
- Il peut être plus complexe et moins perturbant de développer le même modèle commercial ou des instruments similaires pour d'autres produits de base.
- La prolongation de l'imposition nationale sur les bénéfices supplémentaires du secteur de l'énergie, qui pèse aujourd'hui également sur les détaillants non producteurs
- La marge dépend de la dynamique des prix du marché, qui ont atteint ces dernières période des niveaux de prix jamais vus au cours de la dernière décennie.

Baisse de la consommation et des prix d'électricité

Selon le rapport publié mensuellement par Terna, la **demande nationale d'énergie** en Italie a diminué progressivement, passant d'une demande annuelle de 318.1 TWh en 2021 à 316.8 TWh consommés en 2022, et la diminution s'est poursuivie au cours du première semestre 2023, où la baisse mensuelle moyenne a été d'environ 4.6% par rapport au première semestre 2022, de sorte que la consommation annuelle en 2023 devrait être de 302.2TWh.

La production d'énergie à partir de sources renouvelables est revenue en mai 2023 au-dessus de la production d'origine non renouvelable, ce qui n'était pas arrivé depuis mai 2021. Le mois d'avril 2023 a présenté un niveau de consommation au plus bas depuis au moins trois ans à 23.4TWh.

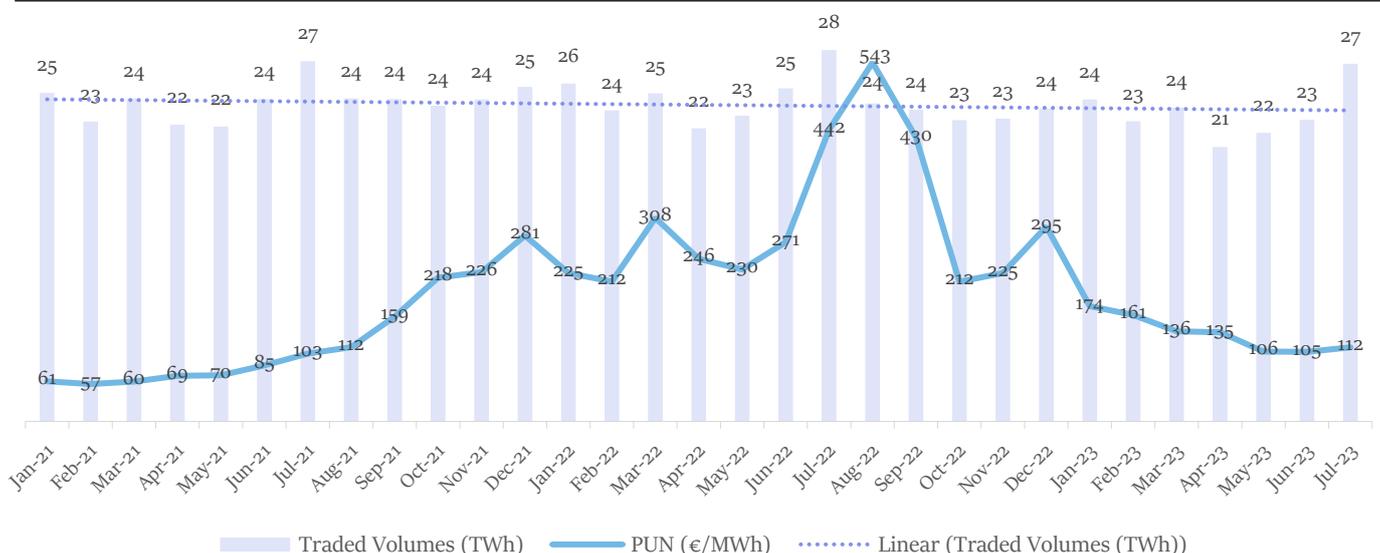
Besoins énergétiques nationaux mensuels et sources de production Janvier 2021 - Jun 2023



Source: Terna

La baisse de la demande nationale est également une conséquence de la forte augmentation du **prix par MWh**, qui a atteint son maximum en août 2022 et a poussé notamment les entreprises à consommer moins. Le prix enregistré par le PUN (Prix National Unique de l'électricité) au cours de l'année 2023 n'a cessé de diminuer jusqu'à juin, pour atteindre 105€/MWh, un point bas qui n'avait pas été atteint depuis juillet 2021 et a ensuite légèrement augmenté en juillet, en raison de la consommation historiquement élevée qui caractérise le mois. Le prix moyen 2023 est désormais de 133€/MWh (en baisse de 57% par rapport aux 306€/MWh enregistrés au cours de l'année 2022).

Prix national mensuel de l'énergie par MWh et énergie échangée Janvier 2021 - Juillet 2023



Source: GME

La baisse de la consommation par POD (Point of Delivery) permettra à eVISO d'optimiser la marge générée sur les clients. eVISO a considérablement augmenté le nombre de POD à faible consommation qu'il fournit (à la fois directement et indirectement) au cours des deux dernières années, ce qui lui a permis de réduire son risque de crédit d'une part et, d'autre part, d'augmenter la Valeur Ajoutée (avant frais de personnel) en raison de la composante fixe payée par chaque client. Selon nos estimations, en juin 2024, la société sera en mesure de présenter une Valeur Ajoutée / CA d'environ 4.6%, soit +63% de ce que nous prévoyons pour juin 2023, grâce également à un niveau moyen de PUN attendu d'environ 134€/MWh (vs 253€/MWh YoY), prévision prudente compte tenu du fait que le prix moyen au cours des trois derniers mois a été de 108€/MWh.

En outre, les concurrents d'eVISO qui ne disposent pas d'une trésorerie positive seront plus durement touchés par la hausse des taux d'intérêt sur les prêts bancaires, ce qui conduira le marché à maintenir des prix plus élevés, permettant à eVISO de générer un niveau de marge potentiellement meilleur que prévu ou, dans le cas d'une politique commerciale agressive, de gagner des parts de marché supplémentaires. En termes de volumes livrés, nous prévoyons une baisse de l'énergie livrée au segment direct cette année et une situation stable pour l'énergie livrée au segment des revendeurs. Nous prévoyons ensuite une reprise de la croissance à partir de 2024. Pour la période 2023-2027, nous prévoyons un CAGR des volumes livrés aux revendeurs et aux clients directs de 22.2% et 7.1% respectivement.

En estimant une légère baisse progressive du PUN au cours des prochaines années, eVISO pourrait être en mesure en 2027, selon nos estimations, de se rapprocher des niveaux de marge d'avant la crise présentés en 2021, lorsque le PUN moyen était de 56€/MWh.

Projection et marge des principaux indicateurs du P&L



Source: TP ICAP Midcap

Des effets BFR favorables

En analysant la composition des 4 principaux postes de coûts d'une facture (la simulation a été basée sur les tableaux trimestriels ARERA appliqués au marché domestique protégé, en simulant une consommation moyenne des ménages de 2.7 MWh par an), les 10 derniers trimestres peuvent être divisés en trois phases

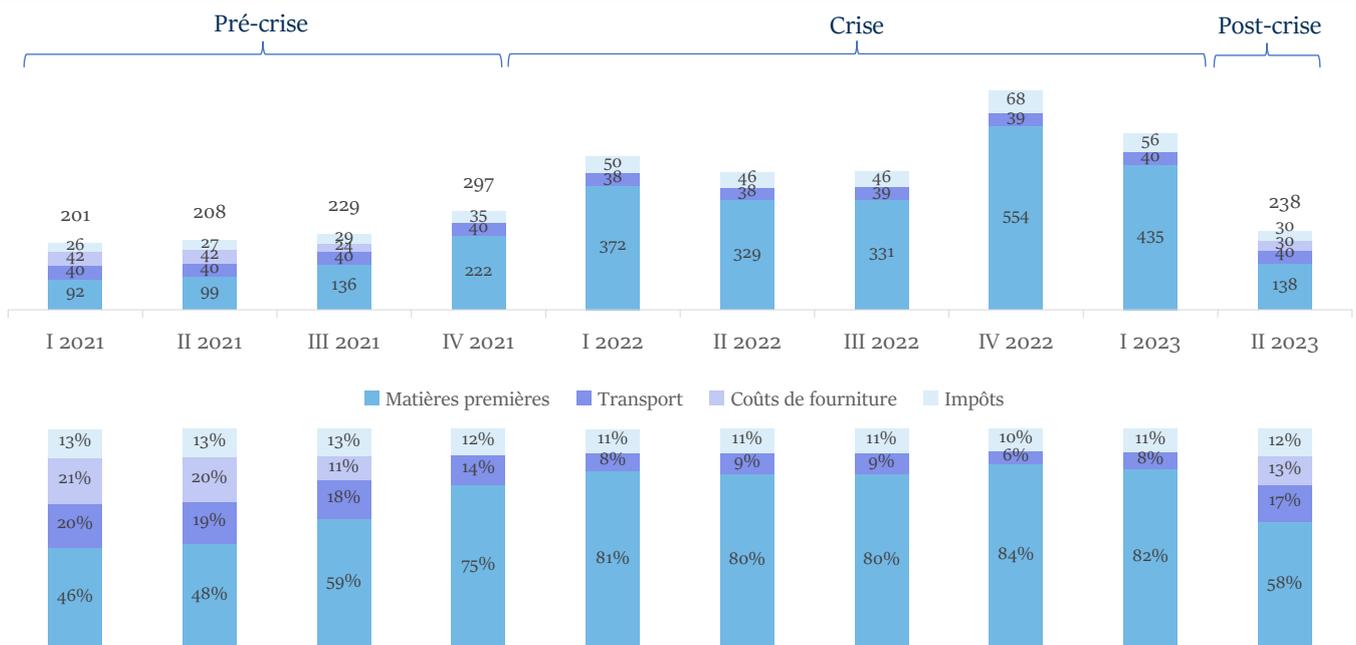
-La phase d'avant-crise (janvier 2021 - décembre 2021) : au cours de laquelle l'incidence du prix de la matière première sur le total est passée progressivement de 46% à 75% et à l'issue de laquelle les frais de fourniture (« system costs ») étaient nuls. Le prix moyen annualisé par MWh durant cette période était de 234€ (une famille consommant 2.7 MWh en un an aurait dépensé en moyenne 53€ par mois) ;

-Crise énergétique (janvier 2022-mars 2023) : sur cette période, l'incidence du coût des matières premières sur la facture était comprise entre 75% et 84%, et malgré la mise à zéro des charges de fourniture, le prix moyen annualisé par MWh était de 496€ (la même famille sur cette période a plus que doublé ses dépenses, qui s'élevaient à plus de 110€ par mois) ;

-Post-crise (avril 2023- juin 2023) : sur cette période, la forte baisse du coût des matières premières a permis d'atteindre un prix moyen annualisé de 238€ (retour au niveau d'avant-crise), les frais de fourniture ont été réintroduits et l'incidence du coût des matières premières sur la facture totale est revenue à 58%.

Alors que le coût des matières premières a montré des niveaux de volatilité sans précédent, les coûts de transport sont restés stables en valeur absolue, réduisant ainsi leur incidence sur le total pendant la crise, les taxes sont restées stables en valeur relative entre 10 et 12% du coût total dans la facture, et enfin, les frais de fourniture ont été réduits à zéro d'octobre 2021 à fin mars 2023.

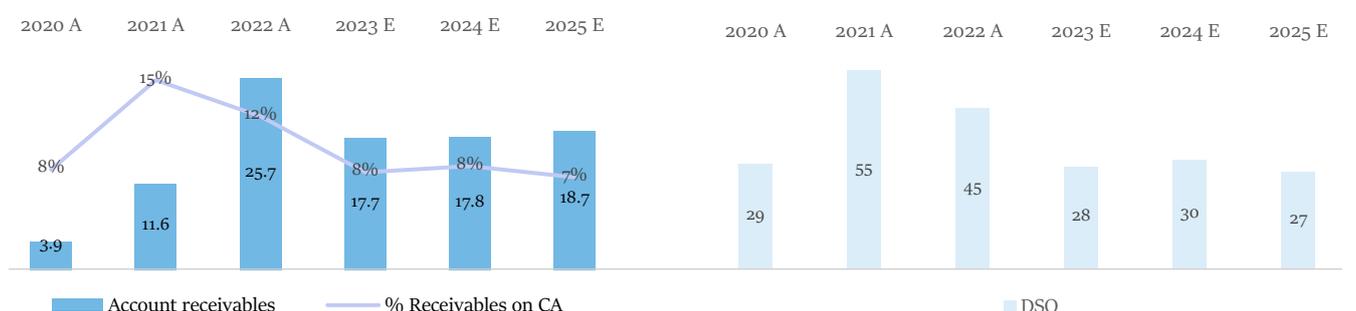
Composition de la facture énergétique par source



Source: ARERA

Le nouveau niveau de prix, qui est revenu aux niveaux d'avant crise, permettra à eVISO de bénéficier d'un fonds de roulement nettement moins dépendant des créances commerciales, grâce à une valeur de facture qui a été réduite de plus de moitié par rapport à la période de crise. Dans le même temps, eVISO a amélioré la collecte de ses créances clients lui permettant de diminuer son DSO.

Dynamique des créances et DSO 2020-2025



Source: eVISO, TP ICAP Midcap

La forte baisse des prix entraînera également une baisse des dettes fournisseurs, mais celle-ci sera moins prononcée par rapport à la baisse des créances grâce à l'aide de la réintroduction des frais de fourniture (System costs) dans la facture, qui ont un DPO plus long que les coûts d'achat des matières premières auprès des grossistes. La croissance des autres dettes, associée à la capacité d'eVISO de demander des avances aux clients, continuera à fournir un financement indirect en légère croissance à eVISO, ce qui l'aidera dans la gestion de son fonds de roulement et par conséquent la trésorerie.

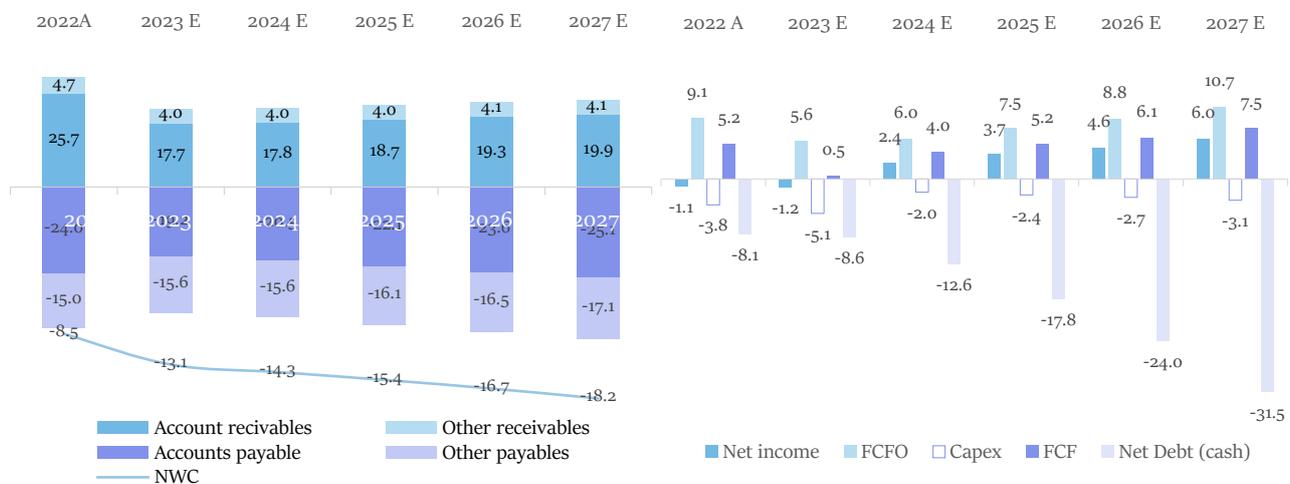
Dynamique des dette fournisseurs et DPO 2020-2025 (DPOII : surtout les garanties collectées auprès des clients)



Source: eVISO, TP ICAP Midcap

Enfin, nous soulignons que la génération de trésorerie d'eVISO devrait être cette année de €0.5m, selon nos estimations. Le résultat net négatif attendu sera compensé par une forte génération de trésorerie provenant du BFR d'environ €4.6m, tandis que les investissements dans la construction du nouveau siège d'eVISO à Saluzzo porteront les dépenses d'investissement à plus de €5m (€1m incorporelles et €4m corporelles) par rapport à €3.8m l'année dernière. Pour juin 2024, nous prévoyons un FCF en croissance à €4m, augmentant à €7.5m en juin 2027 (en maintenant les capex croissant entre €2m et €3.2m).

Dynamique attendue du fonds de roulement net et de la génération de trésorerie



Source: TP ICAP Midcap

Le bilan clôturé en juin de cette année mettra en lumière la capacité d'eVISO à s'adapter à un environnement de marché sans précédent, avec un PUN dépassant les 800€/MWh au plus fort de la crise (en août 2022). Malgré un premier semestre avec un EBITDA à peine supérieur à zéro, eVISO a renoué avec la croissance au second semestre et, selon nos estimations, clôturera avec €3m d'EBITDA générés. eVISO devrait générer €0.5m FCF, grâce à une gestion absolument unique du fonds de roulement et malgré des investissements de plus de €5m dont la majeure partie a été consacrée à la construction du nouveau siège à Saluzzo.

Nous ne doutons pas que dans un environnement de marché moins volatile, la société pourra atteindre nos attentes. Nous estimons un EBITDA 2024 à plus du double de celui de cette année (€6.5m contre €3.2m estimé pour 2023) et une génération de trésorerie (FCF), d'environ €4m (contre €0.5m estimé pour cette année).

FINANCIAL DATA

Compte de résultat	06/20	06/21	06/22	06/23e	06/24e	06/25e
CA total	47,8	75,7	208,1	225,4	213,0	250,1
Variation (%)	12,8	58,3	174,9	8,3	-5,5	17,4
Marge brute	30,3	44,4	43,9	46,6	86,2	108,3
% du CA	63,3	58,6	21,1	20,7	40,5	43,3
EBITDA	2,4	3,3	5,0	3,2	6,5	8,5
% du CA	5,0	4,4	2,4	1,4	3,1	3,4
ROC	1,7	2,2	3,2	1,0	4,1	5,8
% de CA	3,5	2,9	1,5	0,4	1,9	2,3
Eléments non récurrents	0,0	0,1	0,3	1,0	0,4	0,4
Résultat opérationnel	1,7	2,1	2,8	0,0	3,7	5,3
Résultat financier	0,1	0,4	0,2	0,6	0,4	0,2
Impôt sur les résultats	0,4	0,4	3,7	0,6	0,9	1,4
Taux d'impôt (%)	25,7	24,6	142,7	-118,8	27,9	27,9
Résultat Net part du groupe	1,2	1,3	-1,1	-1,2	2,3	3,7
BPA (publié)	0,05	0,05	na	na	0,09	0,15
Bilan financier	06/20	06/21	06/22	06/23e	06/24e	06/25e
Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Immobilisations corp. et incorp.	2,8	12,6	14,6	17,5	17,0	16,7
Droit d'utilisation	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Immobilisations financières	1,1	4,9	4,6	4,6	4,6	4,6
BFR	-0,6	-0,3	-8,4	-13,0	-14,1	-15,3
Autres actifs	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Total actifs	3,3	17,2	10,8	9,1	7,6	6,0
Capitaux propres	2,9	19,8	18,3	17,1	19,4	23,1
Intérêts Minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Impôts différés	0,4	0,3	0,6	0,6	0,6	0,6
Dette Nette	-0,0	-3,0	-8,1	-8,6	-12,5	-17,7
Autres passifs	0,0	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Total Passifs	3,3	17,2	10,8	9,1	7,6	6,0
Dette Nette hors IFRS16	-0,0	-3,0	-8,1	-8,6	-12,5	-17,7
Gearing	-0,0	-0,2	-0,4	-0,5	-0,6	-0,8
Levier	-0,0	-0,9	-1,6	-2,7	-1,9	-2,1
Tableau de flux	06/20	06/21	06/22	06/23e	06/24e	06/25e
CAF après coût de l'endettement et impôt	1,9	2,7	4,4	1,0	4,8	6,4
ΔBFR	-1,0	-0,0	4,7	4,6	1,1	1,2
Cash flow généré par l'activité	0,8	2,7	9,1	5,6	5,9	7,5
Capex net	-2,1	-3,0	-3,8	-5,1	-2,0	-2,4
FCF	-1,3	-0,3	5,2	0,5	3,9	5,2
Acquisition/Cession	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres investissements	0,9	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0
Variation d'emprunts	3,1	0,2	3,3	0,0	0,0	0,0
Dividendes	0,0	-0,3	-0,4	0,0	0,0	0,0
Remboursement des dettes locatives	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Operation au Capital	-0,3	7,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres flux	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation de trésorerie nette sur l'année	2,8	7,8	2,9	0,0	0,0	0,0
ROA (%)	34,8%	7,7%	na	na	30,9%	60,8%
ROE (%)	39,4%	6,7%	na	na	12,0%	15,9%
ROCE (%)	57,0%	11,0%	17,4%	5,9%	21,1%	25,0%

DISCLAIMER

Certifications d'analyste

Ce Rapport de recherche (le " Rapport ") a été approuvé par Midcap, une division commerciale de TP ICAP (Europe) SA (" Midcap "), un Prestataire de Services d'Investissement autorisé et régulé par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (" ACPR "). En publiant ce Rapport, chaque analyste de recherche ou associé de Midcap dont le nom apparaît dans ce Rapport certifie par la présente que (i) les recommandations et les opinions exprimées dans le Rapport reflètent exactement les opinions personnelles de l'analyste de recherche ou de l'associé sur tous les titres ou Emetteurs sujets discutés ici et (ii) aucune partie de la rémunération de l'analyste de recherche ou de l'associé n'était, n'est ou ne sera directement ou indirectement liée aux recommandations ou opinions spécifiques exprimées par l'analyste de recherche ou l'associé dans le Rapport.

Méthodologie

Ce Rapport peut mentionner des méthodes d'évaluation définies comme suit :

1. Méthode DCF : actualisation des flux de trésorerie futurs générés par les activités de l'Emetteur. Les flux de trésorerie sont déterminés par les prévisions et les modèles financiers de l'analyste. Le taux d'actualisation utilisé correspond au coût moyen pondéré du capital, qui est défini comme le coût moyen pondéré de la dette de l'Emetteur et le coût théorique de ses fonds propres tels qu'estimés par l'analyste.
2. Méthode des comparables : application des multiples de valorisation boursière ou de ceux observés dans des transactions récentes. Ces multiples peuvent servir de référence et être appliqués aux agrégats financiers de l'Emetteur pour en déduire sa valorisation. L'échantillon est sélectionné par l'analyste en fonction des caractéristiques de l'Emetteur (taille, croissance, rentabilité, etc.). L'analyste peut également appliquer une prime/décote en fonction de sa perception des caractéristiques de l'Emetteur.
3. Méthode de l'actif et du passif : estimation de la valeur des fonds propres sur la base des actifs réévalués et ajustés de la valeur de la dette.
4. Méthode du dividende actualisé : actualisation des flux de dividendes futurs estimés. Le taux d'actualisation utilisé est généralement le coût du capital.
5. Somme des parties : cette méthode consiste à estimer les différentes activités d'une entreprise en utilisant la méthode d'évaluation la plus appropriée pour chacune d'entre elles, puis à en réaliser la somme.

Conflit d'intérêts entre TP ICAP Midcap et l'émetteur

G. Midcap et l'Emetteur ont convenu de la fourniture par la première à la seconde d'un service de production et de distribution de la recommandation d'investissement sur ledit Emetteur: eVISO SpA

History of investment rating and target price – eVISO SpA



Distribution des recommandations d'investissement

Rating	Recommendation Universe*	Portion of these provided with investment banking services**
Achat	80%	65%
Conserver	17%	44%
Vente	3%	25%
Sous revue	1%	100%

Midcap utilise un système de recommandation basé sur les éléments suivants :

Acheter : Devrait surperformer les marchés de 10% ou plus, sur un horizon de 6 à 12 mois.

Conserver : performance attendue entre -10% et +10% par Rapport au marché, sur un horizon de 6 à 12 mois.

Vendre : l'action devrait sous-performer les marchés de 10% ou plus, sur un horizon de 6 à 12 mois.

L'historique des recommandations d'investissements et le prix cible pour les Emetteurs couverts dans le présent Rapport sont disponibles à la demande à l'adresse suivante : <https://researchtpicap.midcapp.com/en/disclaimer>.

Avis de non-responsabilité générale

Ce Rapport est confidentiel et est destiné à l'usage interne des destinataires sélectionnés uniquement. Aucune partie de ce document ne peut être reproduite, distribuée ou transmise sans le consentement écrit préalable de Midcap.

Ce Rapport est publié à titre d'information uniquement et ne constitue pas une sollicitation ou une offre d'achat ou de vente des titres qui y sont mentionnés. Les informations contenues dans ce Rapport ont été obtenues de sources jugées fiables et publiques, Midcap ne fait aucune déclaration quant à leur exactitude ou leur exhaustivité. Les prix de référence utilisés dans ce Rapport sont des prix de clôture de la veille sauf indication contraire. Toutes les opinions exprimées dans ce Rapport reflètent notre jugement à la date des documents et sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. Les titres abordés dans ce Rapport peuvent ne pas convenir à tous les investisseurs et ne sont pas destinés à recommander des titres, des instruments financiers ou des stratégies spécifiques à des clients particuliers. Les investisseurs doivent prendre leurs propres décisions d'investissement en fonction de leur situation financière et de leurs objectifs d'investissement. La valeur du revenu de votre investissement peut varier en raison de l'évolution des taux d'intérêt, de l'évolution des conditions financières et opérationnelles des entreprises et d'autres facteurs. Les investisseurs doivent être conscients que le prix du marché des titres dont il est question dans ce Rapport peut être volatil. En raison du risque et de la volatilité du secteur, de l'Emetteur et du marché en général, au prix actuel des titres, notre note d'investissement peut ne pas correspondre à l'objectif de prix indiqué. Des informations supplémentaires concernant les titres mentionnés dans ce Rapport sont disponibles sur demande.

Ce Rapport n'est pas destiné à être distribué ou utilisé par une entité citoyenne ou résidente, ou une entité située dans une localité, un territoire, un état, un pays ou une autre juridiction où une telle distribution, publication, mise à disposition ou utilisation serait contraire ou limitée par la loi ou la réglementation. L'entité ou les entités en possession de ce Rapport doivent s'informer et se conformer à de telles restrictions, y compris MIFID II. Ce Rapport est uniquement destiné aux personnes qui sont des Contreparties Eligibles ou des Clients Professionnels au sens de la réglementation MIFID II. Il n'est pas destiné à être distribué ou transmis, directement ou indirectement, à toute autre catégorie de personnes. Le Rapport fait l'objet d'une diffusion réservée. La recherche a été réalisée conformément aux dispositions de la Charte. Midcap a adopté des dispositions administratives et organisationnelles efficaces, y compris des "barrières d'information", afin de prévenir et d'éviter les conflits d'intérêts en matière de recommandations d'investissement. La rémunération des analystes financiers qui participent à l'élaboration de la recommandation n'est pas liée à l'activité de corporate finance.