



Vilmorin Clause & Cie

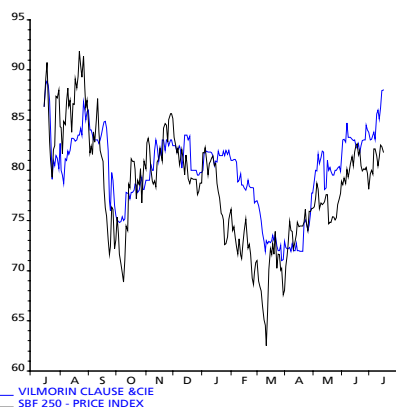
Reuters : VILM.PA

Bloomberg : RIN FP

Agro-alimentaire France

Achat 87,95 €

Acquisition Hazera

Prochain événement : CA annuel -
05/08/03Capi. bours : **280 M€**
Dette nette 2004e : **78 M€**
ANCPA 2004e : **91,38 €**Extrêmes (12m) : **71-88,9 €**
Volume/jour : **1 200**
Flottant : **30%**Perf rel SBF 250 (%) :
1m +6
3m +11
12m +8Perf abs (%) :
1m +6
3m +22
12m +2**Vilmorin vs. SBF 250 (1 an)**

Source : Datastream

Une nouvelle dynamique de croissance

- **Un positionnement renforcé.** La prise de contrôle majoritaire d'Hazera permet au groupe Vilmorin Clause et Cie (VCC) d'accéder à la **2^{ème} place mondiale (vs. n°3)** sur le marché professionnel, et de conforter son leadership mondial tous segments confondus. De plus, le groupe devient le leader sur le segment le plus important et le plus rentable des légumes/fruits que sont les tomates (environ 10% du CA consolidé) en couvrant le marché du frais et de l'industrie.
- **Un effet relatif immédiat.** Après 2 exercices difficiles, Hazera devrait renouer avec des niveaux de rentabilité proches de ceux de VCC, avec **un impact relatif compris entre 6 et 10%** dès l'exercice 2003/04. Auto-financée, cette acquisition ne dégradera que légèrement le gearing du groupe (23,5% vs. 20,7% précédemment). Nous retenons, dès lors, des hypothèses de croissance de plus de **15% des BPA 2003/04 à 8,50€ puis +13,1% pour 2004/05 (9,61€)**.
- **Des moyens intacts pour de nouvelles acquisitions.** Dans un environnement sectoriel caractérisé par un leader (Seminis) en difficulté (changement d'actionariat), des acteurs discrets (Syngenta) et un marché atomisé, VCC joue incontestablement un rôle de fédérateur à même d'assurer une croissance soutenue, et dispose pour cela de moyens financiers confortables (gearing voisin de 20%). **Notre nouvel objectif de cours se situe à 101€ soit un upside de 15%.**

Au 30 juin	CA (M€)	EBITDA (M€)	RN pdg (M€)	BPA * (€)	Div net (€)	P/E (x)	EV/ EBITDA (x)	Rdt net (%)
2002	430,1	45,9	20,0	6,34	3,15	13,9	7,7	3,6
2003e	431,0	49,8	22,3	7,37	3,50	11,9	6,9	4,0
2004e	498,9	63,9	26,1	8,50	4,09	10,4	5,6	4,7
2005e	519,8	69,7	29,7	9,61	4,65	9,1	5,0	5,3

* Avant excep. et survaleur

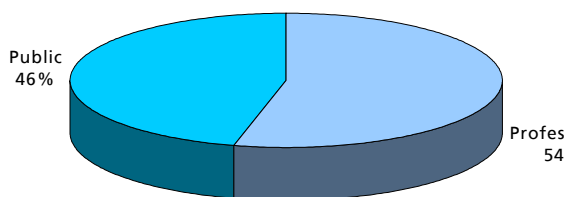
Jean-François Granjon
+33 (0)4 72 68 27 05
jean-francois.granjon@clse.com

16 juillet 2003

Compte de résultat 2002-2005e

Au 30 juin (M€)	2002	2003e	2004e	2005e
CA	430,1	431,0	498,9	519,8
% de variation	+2,9	+0,2	+15,8	+4,2
Frais de personnel	-115,7	-113,4	-123,6	-126,7
EBITDA	45,9	49,8	63,9	69,7
Marge d'EBITDA (%)	+10,7	+11,6	+12,8	+13,4
Amortissements & provisions	-9,9	-10,3	-15,4	-15,9
Autres éléments	4,9	4,5	3,0	2,0
EBIT	40,9	44,0	51,5	55,8
Résultat financier net	-8,7	-5,8	-7,0	-6,7
Résultat courant avant impôt	32,2	38,2	44,5	49,1
Impôts	-10,9	-13,5	-16,2	-17,2
SME	0,1	0,0	0,0	0,0
Minoritaires	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2
Particip & opér. en commun	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat exceptionnel	0,1	-0,9	0,0	0,0
Amortissement de survaleur	-0,3	-0,3	-1,0	-1,0
RN pdg	20,0	22,3	26,1	29,7
RN avt ex., survaleur & IS	31,1	37,0	43,3	47,9
RN avt ex. & survaleur	20,2	23,5	27,1	30,7
Taux d'imposition (%)	33,8	35,3	36,4	35,1
Effectif moyen	2 857	2 800	3 050	3 126
Nb titres (M)	3	3	3	3
BPA publié (€)	6,27	7,00	8,18	9,30
BPA avant ex. et surv (€)	6,34	7,37	8,50	9,61
Survaleur par action (€)	0,09	0,09	0,31	0,31
CFPA (€)	20,23	9,46	1,14	11,50
CFPA disponible (€)	17,41	5,26	-2,31	7,74
ANCPA (€)	82,75	86,48	91,38	96,91
Dividende (€)	3,15	3,50	4,09	4,65

Répartition du chiffre d'affaires par activité



Répartition géographique du chiffre d'affaires

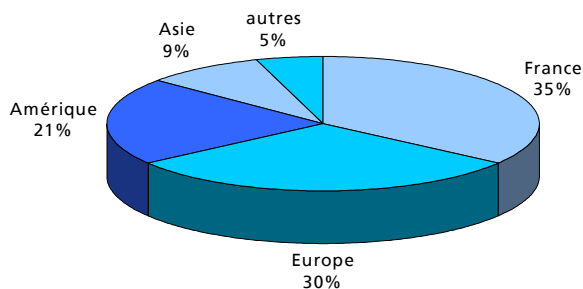


Tableau de financement 2002-2005e

Au 30 juin (M€)	2002	2003e	2004e	2005e
EBITDA	45,9	49,8	63,9	69,7
Résultat exceptionnel	0,1	-0,9	0,0	0,0
Var. BFR	38,2	-0,3	-37,1	-9,0
Provisions et autres	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash flow d'exploitation	84,2	48,6	26,9	60,6
Résultat fin.	-8,7	-5,8	-7,0	-6,7
IS	-10,9	-13,5	-16,2	-17,2
Investissements	-9,1	-12,5	-11,0	-12,0
Cash flow disponible	55,5	16,8	-7,4	24,7
Dividendes	-10,0	-10,0	-11,2	-13,0
Acquisitions/cessions	-3,5	0,0	-21,0	0,0
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres (effet devise)	-3,0	4,5	22,7	2,0
Variation de la trésorerie	39,0	11,3	-16,8	13,7

Bilan 2002-2005e

Au 30 juin (M€)	2002	2003e	2004e	2005e
Actif immobilisé	96,2	97,2	102,8	99,9
Goodwill & incorporels	91,8	91,5	102,5	101,5
BFR d'exploitation	179,1	179,4	216,5	225,6
Cash/dette nette	-72,8	-61,5	-78,3	-64,7
Provisions et autres	11,3	10,6	10,6	10,6
Capitaux propres	283,0	296,1	332,9	351,8
Minoritaires et actions préf.	19,1	20,3	41,5	42,7
Situation nette pdg	263,9	275,8	291,4	309,1

Ratios boursiers 2002-2005e

Au 30 juin	2002	2003e	2004e	2005e
P/E avant survaleur (x)	13,9	11,9	10,4	9,1
P/E publié (x)	14,0	12,6	10,7	9,5
P/CF (x)	4,3	9,3	77,1	7,6
P/BV (x)	1,1	1,0	1,0	0,9
Rendement net (%)	3,6	4,0	4,7	5,3
EV/CA (x)	0,8	0,8	0,7	0,7
EV/EBITDA (x)	7,7	6,9	5,6	5,0
EV/EBIT (x)	8,6	7,8	7,0	6,2
ROE (%)	7,6	8,7	9,6	10,2
ROCE (%)	10,5	12,0	13,0	13,1
Gearing (%)	25,7	20,8	23,5	18,4
Pay out (%)	50,2	50,0	50,0	50,0

Données société

Actionnariat 70% Groupe Limagrain Holding
30% Public

Management M. Pierre LEFEBVRE (Administrateur DG)
M Daniel JACQUEMOND (Directeur Financier)

Adresse 4, quai de la Mégisserie
75 001 PARIS
Tel: 04 73 63 41 95
Fax: 04 73 63 41 80

Sources des tableaux de cette page : Société, Credit Lyonnais Securities

NOS RECOMMANDATIONS BOURSIERES

Nos recommandations boursières reflètent la performance ABSOLUE attendue sur chaque valeur en monnaie locale à un horizon de 6 mois
Achat : performance ABSOLUE attendue supérieure à 15%
Accumuler : performance ABSOLUE attendue comprise entre 0 et 15%
Alléger : baisse ABSOLUE attendue comprise entre 0 et -15%
Vente : baisse ABSOLUE attendue de plus de 15%

Hazera : renforcement du leadership mondial

La prise de contrôle majoritaire du semencier **Hazera** permet à Vilmorin Clause et Cie de renforcer sensiblement ses parts de marché au niveau mondial et de conforter **1/ son rôle de challenger sur le segment professionnel** et **2/ son rôle de leader tous segments confondus (professionnel et grand public)**.

N°2 mondial (vs. N°3) pour le marché professionnel

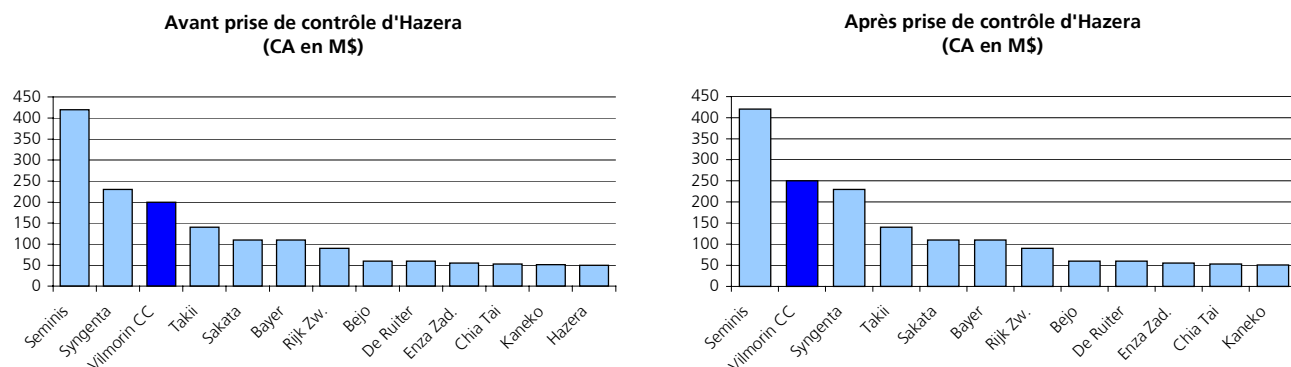
Avec un CA voisin de 50 M€, Hazera se situait jusqu'alors au 13^{ème} rang mondial des semenciers sur le segment professionnel, les 5 premières places revenant à Seminis, Syngenta, Vilmorin Clause et Cie puis Takii et Sakata. La reprise d'Hazera permet ainsi au groupe de devancer Syngenta et d'occuper la **2^{ème} place mondiale**. Tous segments confondus, le groupe renforce bien évidemment sa place de N°1 mondial.

Le challenger en passe de devenir le leader mondial pour le segment professionnel

Au-delà de ce classement, il importe de noter également un sensible renforcement de la présence du groupe sur **le marché de la tomate avec, dès lors, un rôle de leader** et un volume d'affaires proche de 50M\$ (environ 10% du CA consolidé). Essentiellement présent sur le marché de la tomate destiné à l'industrie, la reprise d'Hazera favorisera une forte complémentarité, cette dernière étant plus particulièrement présente sur le marché du frais.

Au terme de cette opération, Vilmorin Clause et Cie constitue l'une des rares entités exclusivement présente sur le marché des semences (l'activité semence de Syngenta ne doit représenter que 7 à 10% du CA global) à être particulièrement rentable (à comparer aux pertes substantielles de Seminis). **Sur la base du critère de la rentabilité, le groupe est incontestablement leader mondial.**

Principaux acteurs mondiaux en Semences Potagères Professionnel



Source: Société

Les marchés d'Hazera

Hazera Genetics dispose de plusieurs implantations dans le monde et réalise l'essentiel de son activité au sein du bassin méditerranéen. La société réalise ainsi 23% de son activité en Israël (20% hors Grandes Cultures alors que ces dernières sont, pour l'essentiel, concentrées sur le territoire domestique). L'Italie, l'Espagne, le Maroc et la Turquie représentent ainsi près de 40% de l'activité de la société, le solde (39%) se répartissant entre des pays plus lointains (Mexique, Chine avec une filiale depuis 5/6 ans pour ce dernier pays).

Un renforcement de la présence du groupe à l'international

En termes d'espèces, Hazera est l'un des principaux acteurs sur le marché de la tomate avec 62% de son CA. La société est également présente sur d'autres espèces comme le piment, l'oignon, le melon... avec une diversification pour des raisons historiques sur le segment des grandes cultures (dont le blé, le coton... pour 14% du CA). Cette division n'a pas vocation à être développée, voire à être maintenue au sein du périmètre du nouveau groupe. Un rapprochement avec les activités grandes cultures de Limagrain pourrait être envisagé, en réalité, la maison mère de VCC n'envisage par un telle opération.

Les synergies avec VCC

Depuis la prise de participation minoritaire de 12,5% dans le capital d'Hazera en 1998, les 2 entités ont pu développer un certain nombre de collaborations, à savoir des programmes de recherche en commun, des échanges de technologie et l'exploitation de réseaux de distribution complémentaires. Ces collaborations se poursuivront et seront bien évidemment accentuées.

La R&D privilégiée

Cette prise de contrôle favorisera ainsi :

1. **un positionnement renforcé sur le marché de la tomate** (marché du frais et de l'industrie). La tomate est l'un des segments des légumes/fruits les plus importants et les plus rentables,
2. **l'intégration d'une structure fortement internationale** (20% du CA en Israël vs. 100% quelques années auparavant) renforçant d'autant la présence internationale de Vilmorin Clause et Cie (2/3 du CA réalisé hors de France préalablement à l'acquisition d'Hazera),
3. **l'accès à la recherche publique israélienne** afin d'assurer les développements futurs de nouvelles espèces variétales.

Bien que non chiffrées par le management, les synergies ne devraient pas manquer parallèlement à la poursuite des collaborations bilatérales. Une optimisation des coûts est dès lors envisageable au niveau de la recherche, mais également de la production. Cela passera, non pas par des réductions d'effectifs (aucun plan de ce type n'est prévu), mais par l'optimisation des programmes de recherche et l'approfondissement des relations d'ores et déjà établies entre les 2 entités... Par ailleurs, le groupe pourra capitaliser sur le patrimoine génétique de Hazera (accession au germplasm) favorisant d'autant la création de nouvelles espèces variétales.

Compte tenu des collaborations établies depuis maintenant 5 années, ces synergies devraient rapidement être extériorisées sans que cette prise de contrôle ne perturbe l'activité de l'ensemble du groupe comme cela est fréquemment le cas lors d'opérations de rapprochement.

Un effet relatif dès 2003/04

Les premières informations disponibles font état d'une contribution positive dès le premier exercice d'intégration (2003/04 en année pleine) et cela, sans prise en compte de quelconques synergies.

Hazera : un groupe rentable

En dépit d'exercices récents plus difficiles (2001 et 2002), la société a fait preuve, par le passé, de niveaux de rentabilité élevés et est à même de les reproduire dans un proche avenir.

Une société structurellement très rentable

Durant la période 1995/1999, correspondant à la première prise de participation par VCC, Hazera présentait un niveau de rentabilité nette voisin de 10% ! pour 60 M€ de CA. Ces niveaux résultaient plus particulièrement du positionnement de la société sur le marché porteur et rentable de la tomate, avec le développement d'une espèce à maturation lente. Cette dernière a néanmoins été mise à mal par l'apparition d'un virus favorisant le retour de compétiteurs au cours des exercices 2000/02. Depuis peu, Hazera renoue avec des gains de parts de marché et devrait, selon les budgets actuels, renouer avec **une rentabilité opérationnelle voisine de 10%**.

Données chiffrées Hazera					
(M€)	1995/99	2000	2001	2002	2003 E
CA	60,0	51,9	43,3	47,1	50,3
Ebit		6,1	-5,4	0,8	5,4
Marge op.		11,8%	-12,5%	1,7%	10,7%
RN	6,0	3,8	-6,3	0,1	3,4
CF		-3,2	2,1	6,1	5,8

Source Société

Ces performances résultent moins d'opérations de restructuration que d'une structure de coûts qui favorise une rapide amélioration des marges sur la base d'un effet volume. Compte tenu des effectifs de la société israélienne (250 personnes), **le ratio CA/Effectifs traduit un bon niveau de productivité** (> 150 K€/par personne) comparativement aux autres filiales du groupe VCC (< 150 K€/par personne). Par ailleurs, compte tenu de frais de R&D similaires (environ 12 à 13% du CA) et de frais financiers limités (peu de dettes, nulles d'ici à juin 2004), la rentabilité opérationnelle et nette s'en trouve renforcée.

Un effet relatif dès le premier exercice de consolidation

Les modalités de l'acquisition font état d'un **prix d'acquisition de 24M\$, soit environ 21 M€** pour 42,4% du capital, soit une valorisation globale de près de **50 M€, soit 1x le CA 2003 estimé**.

Acquisition d'Hazera			
	Px/CA	Px/Ebit	Px/RN
2003 E	1x	9,2x	14,7x
Valo VCC	0,65x	6,3x	11,9x

Estimations Crédit Lyonnais Securities Midcap

Un juste prix Cette valorisation indicative fait apparaître des ratios relativement raisonnables qui sont le reflet d'une prise de contrôle majoritaire dans de bonnes conditions. De plus, ils se comparent aisément au prix du ticket d'entrée payé lors de la prise de participation de 12,5% (22,6M€ soit un montant quasiment similaire mais pour 12,5% du capital soit une valorisation globale de 180 M€!).

Cette valorisation traduit également, selon nous, la faiblesse de la valorisation du groupe qui intègre, par ailleurs, toutes ces compétences additionnelles.

Une structure financière qui reste très saine

Cette acquisition est autofinancée par le groupe et ne dégradera que légèrement son niveau de gearing. En effet, avec un gearing estimé à près de 21% à la clôture au 30 juin 2003, ce dernier devrait se situer à près de 23% au 30 juin 2004, l'accroissement net de l'endettement de 16M€ résultant, pour l'essentiel, de la dette d'acquisition (Hazera est peu endetté).

Gearing				
(%)	2001/02	2002/03 E	2003/04 E	2004/05 E
Avant Hazera	25,7%	20,7%	15,4%	10,8%
Après Hazera	25,7%	20,7%	23,5%	18,4%

Estimations Crédit Lyonnais Securities Midcap

Un impact relatif compris entre 6 et 10%

In fine, l'impact relatif devrait être significatif dès le premier exercice de consolidation (2003/04), contrairement à un impact plutôt neutre que nous avons estimé en première approche. Sur la base de **2 M€ de contribution additionnelle nette** (après prise en compte des coûts d'acquisition et de la survaleur), **l'impact relatif serait de près de 10%**. Néanmoins, compte tenu de nos hypothèses peut-être plus ambitieuses en termes de croissance bénéficiaire avant la prise de contrôle de Hazera, **cet impact serait ramené à environ +6%**.

Impact de la consolidation de Hazera (2003/04)			
(M€)	VCC ancien périmètre	Hazera	Nouvel ensemble
CA	448,9	50,0	498/500
Ebit	46/47	5,3	51/52
Marge op.	10,2/10,6%	10,6%	10,2/10,4%
RN av GW	25,6	2,7	27,3/28,3
RN ap GW	25,3	2,0	26,1/27,3
BPA	8,03		8,50
Effet relatif			+6%

Estimations Crédit Lyonnais Securities Midcap

Objectif 500 M€ de CA et un Ebit supérieur à 50 M€

Aussi, dès l'exercice 2003/04, le groupe devrait-il avoisiner 500 M€ de CA avec une marge opérationnelle confortée au-delà de 10%. Alors que le management communique régulièrement sur des objectifs de croissance de 5 à 7% du CA à change constant, et de +10% pour les résultats, ces objectifs seraient légèrement dépassés pour les 3 exercices, 2003, 2004 et 2005. Ces simulations n'intègrent pas de nouvelles synergies issues du rapprochement avec Hazera.

Estimation de résultats et BPA				
	2001/02	2002/03 E	2003/04 E	2004/05 E
RN pdg avant	20,0	22,3	25,3	28,7
RN après	20,0	22,3	26,1	29,7
BPA	6,34	7,37	8,50	9,61
Var.	+5,6%	+16,4%	+15,2%	+13,1%
TMVA		+13,7%		

Estimations Crédit Lyonnais Securities Midcap

Des moyens intacts pour de nouvelles opérations

Comme mentionné précédemment, la structure bilantielle devrait peu évoluer avec un gearing légèrement dégradé et un renforcement du poids des actifs incorporels à hauteur de 12 M€ sur un total précédent de 92 M€. Bien que le prix d'acquisition corresponde globalement à la situation nette, la survaleur résulte, en réalité, de la précédente opération de prise de participation générant, dès lors, un amortissement supplémentaire du GW de 0,7M€.

Un environnement sectoriel qui suscite de nombreux enjeux

Le groupe dispose d'une large marge de manœuvre pour envisager de nouvelles opérations d'acquisitions bien qu'aucune opération ne soit, pour l'instant, d'actualité. L'environnement sectoriel met actuellement en évidence :

1. un leader, **Seminis**, qui doit affronter des difficultés financières et un changement d'actionnaires,
2. un **marché relativement atomisé** (concentration d'acteurs offrant un CA compris entre 50 et 100 M\$),
3. **des opportunités de développement en Asie**, alors que le groupe est d'ores et déjà présent par le biais des 2 entités, Mikado et Kyowa.

Nous ne reviendrons pas sur les relais de croissance évoqués dans le cadre de notre précédente étude (23 mai 2003). VCC devrait privilégier les axes de développement en Asie en restant opportuniste à l'égard de la stratégie des principaux acteurs dont Seminis. Ce dernier, dès lors entre les mains des financiers Fox Paine, pourrait, à terme, faire l'objet d'un démantèlement, d'où d'éventuelles opportunités pour le groupe de renforcer sa présence au sein du segment professionnel et auprès de certaines zones géographiques.

Sur la base du gearing actuel (environ 20%), **le groupe dispose d'une marge d'endettement de 200 à 250 M€**, dans le pire des cas, pour faire face à d'éventuelles opérations d'envergure.

Une valorisation confortée

Depuis notre dernière publication, les principaux éléments susceptibles d'influer sur la valorisation sont bien sûr l'acquisition d'Hazera mais également des guidances au 30 juin 2003 confirmées par le management alors que le 4^{ème} trimestre s'est plutôt bien passé.

Un objectif de cours supérieur à 100€

Sur la base de nouvelles estimations 2003/04, **notre objectif de cours s'apprécie de 7% à 101€ vs 94,6€**.

La méthodologie retenue demeure identique, sans modification de nos hypothèses préalablement à la reprise d'Hazera. L'effet relatif (+6%) ainsi que l'effet taille (CA proche de 500 M€), parallèlement à un endettement maîtrisé, participent largement à cette appréciation de notre objectif de cours.

Synthèse			
Méthodes	Par action avant acquisition	Valorisation après acquisition (M€)	Par action
Comparaisons	84,3€	277	86,7€
Actualisation des résultats	88,0€	291	91,2€
Ratios historiques	94,7€	316	99,0€
DCF	111,2€	406	127,3€
Synthèse	94,6€	322	101,1€
Upside			+15%

Estimations Crédit Lyonnais Securities Midcap

Notre nouvel objectif de cours traduit **un upside de 15%** sur la seule base des méthodes classiques d'appréciation. Cet objectif est largement corroboré par le statut de leader du groupe, ainsi renforcé.

Notre opinion **Achat** est ainsi confortée, alors que les hypothèses retenues restent conservatrices et n'intègrent pas toutes les synergies attendues issues de la prise de contrôle. De plus, et conformément à l'approche retenue lors de notre précédente publication, une meilleure valorisation des actifs incorporels permettrait de prétendre à un objectif plutôt voisin de 109€.

Enfin, notre opinion est surtout renforcée par **la dynamique de croissance du groupe VCC**, avec les opportunités à venir et la capacité du groupe à jouer le rôle de fédérateur, à l'image de ce qu'il a déjà réalisé au cours de ces derniers exercices.



CREDIT LYONNAIS SECURITIES

Midcap

Credit Lyonnais Securities

Broadwalk House
5 Appold Street
London EC2A 2DA
T: +44 (0)20 7588 4000
F: +44 (0)20 7588 0288
Contact : Angelo Sofocleous

Credit Lyonnais Securities Europe – France

81-83 rue de Richelieu
75002 Paris
T: +33 (0)1 49 24 80 80
F: +33 (0)1 42 95 36 87
Contact : Christophe Havret

Credit Lyonnais Securities Midcap

Tour Suisse
1 boulevard Vivier Merle
69443 Lyon Cedex 03
T: +33 (0)4 72 68 27 00
F: +33 (0)4 72 35 16 95
Contact : Edith Laborie

Credit Lyonnais Securities (USA) Inc.

Credit Lyonnais Building
1301 Avenue of the Americas
New York NY 10019
T: +1 212 408 5955
F: +1 212 261 2510
Contact : Jean-Yannick Liatis

Credit Lyonnais Italia

Viale Monte Grappa, 4
20124 Milano
Italy
T: +39 02 627141
F: +39 02 62714399
Contact : Antonino Cusumano

Ce document a été élaboré par Crédit Lyonnais Securities - Midcap ("CLS - Midcap") hors du Royaume-Uni. Au Royaume-Uni, il est destiné exclusivement aux "Market Counterparties" et aux "Intermediate Customers" (tels que définis par la "Financial Services Authority"), conformément à l'article 36 du "Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2001" et au "FSA Conduct of Business Rule 3.2.5". Ce document n'est pas destiné aux "Private Customers" (tels que définis par la "Financial Services Authority") et ils ne doivent pas en prendre connaissance. Tout destinataire qui souhaiterait acheter ou vendre les titres ou produits financiers mentionnés peut contacter celui des intermédiaires cités ci-dessous qui est habilité à intervenir pour son compte. Aux Etats-Unis, ce document ne peut être remis qu'aux principaux investisseurs institutionnels dits « Major US Institutional Investors » (définis par la règle 15a-6 de l'US Securities Exchange Act de 1934, tel que modifié) ; lesdits destinataires doivent noter que les transactions effectuées pour leur compte le seront par l'intermédiaire de Crédit Lyonnais Securities (USA) Inc. agréé aux Etats-Unis, membre du NYSE, de NASD et SIPC. Ce document est généralement diffusé en premier lieu par mise en ligne sur le site Internet de Crédit Lyonnais Securities Europe. Il peut également avoir été diffusé par messagerie électronique avant que les brochures soient disponibles. Les informations qui figurent dans ce document proviennent de sources dignes de foi, cependant aucune attestation ou garantie, expresse ou implicite, n'est donnée par CLS-Midcap quant à l'exactitude, la justesse et l'exhaustivité du contenu de ce document. Les appréciations et prévisions formulées reflètent les opinions du département d'Analyse Financière de CLS-Midcap à la date de publication et sont donc susceptibles d'être révisées ultérieurement. Les informations, données financières et opinions présentées dans ce document constituent une aide à la décision d'investissement dont le client conserve l'absolue maîtrise, mais ne sauraient être une incitation à investir, ni constituer la base d'un contrat ou d'un engagement quelconque, ni faire foi à cet effet. CLSE-France décline toute responsabilité en cas de perte ou dommages directs ou indirects consécutifs ou liés à l'utilisation de ce document et de son contenu. En recevant le présent document, le destinataire accepte d'être lié par les restrictions énoncées ci-dessus. Le cours des instruments financiers peut évoluer à la hausse et à la baisse. Certains sont plus risqués que d'autres. CLS - Midcap, les autres sociétés du groupe d'appartenance du Crédit Lyonnais, et, leurs dirigeants ou leurs collaborateurs peuvent détenir une position ferme ou conditionnelle directe ou indirecte sur les instruments financiers visés par ce document. Des sociétés du groupe d'autres pays que les Etats-Unis peuvent avoir acheté ou vendu les instruments financiers visés avant la diffusion de ce document. CLS - Midcap et les autres sociétés du groupe d'appartenance du Crédit Lyonnais, leurs dirigeants et collaborateurs, se réservent le droit de poursuivre ou d'initier des relations avec les sociétés mentionnées dans ce document.. Le présent document ne peut être reproduit ou redistribué en tout ou partie à quelque fin que ce soit sans l'accord express préalable et écrit de CLSE-France. Tous les droits étant réservés. Crédit Lyonnais Securities – Midcap a été agréé par le Comité des Etablissements de Crédit et des Entreprises d'Investissement ("CECEI"), . Il est soumis à la réglementation du Conseil des Marchés Financiers ("CMF") et du Comité de la Réglementation Bancaire et Financière ("CRBF"), et aux contrôles du CMF et de la Commission Bancaire. Il est membre d'EURONEXT Paris. Immatriculé en France SIREN No: B 957 523 998 RCS Lyon. VAT Reg. No: FR 08 957 523 988.

Nous attirons l'attention du lecteur sur le fait que Credit Lyonnais Securities Midcap a conclu un contrat de liquidité avec la société. Dans ce cadre Credit Lyonnais Securities Midcap s'est engagé à produire et diffuser des analyses financières sur la société, en fonction de l'actualité et au minimum une fois par an, et à les communiquer à la société avant leur diffusion, sans que Credit Lyonnais Securities Midcap soit en aucune façon tenu par les observations éventuelles de la société. La société a donc eu communication de la présente étude avant sa publication.