

Cours : 3,59€ 17 Novembre 2020

Objectif : 4,50€

ACHETER (1)

Opinion inchangée

Solide face à la crise

Covid-19: impact limité, décote toujours moins justifiée

L'annonce du confinement début 2020 a eu un impact sur l'activité du groupe, notamment sur l'axe de la promotion immobilière suite au ralentissement des activités de construction, impactant le chiffre d'affaires à l'avancement. Ce retard concerne principalement la livraison du projet Retail Park au Port (SME 50/50) de 3 600 m² reportée au S2 2020 (initialement prévue pour le S1) ainsi que le report des chantiers sur l'activité de l'habitat social (retard de 2 à 3 mois sur l'ensemble des chantiers, décalage des ventes à fin 2020 et report partiel sur 2021 (aucune annulation de contrats de réservation).

Le segment de la foncière poursuit quant à lui sa progression en chiffre d'affaires :

- D'une part, la croissance des revenus locatifs d'immeubles d'entreprise de +4,2% (8,7M€ au 1er semestre 2020) par un effet compensé lié à 1/ une nouvelle augmentation des loyers de l'hypermarché E.Leclerc du Portail et 2/ l'application de mesures de soutien aux PME et TPE avec franchise de loyers d'environ 2 mois d'une valeur de 0,7M€ dont 0,3M€ ont été comptabilisés au S1 et 0,4M€ seront étalés sur la durée résiduelle des baux.
- D'autre part, avec la baisse du revenu locatif de l'IR Habitat suite à l'engagement du groupe de céder en bloc des logements Habitat. La sortie de défiscalisation induit la cession progressive du patrimoine considéré comme non stratégique sur une période de 6 ans afin de dégager des ressources pour financer les nouveaux IR d'entreprise et sécuriser la génération de cash-flow jusqu'en 2026.

Le groupe repose sur un bilan solide et un carnet de commandes générateur de cash-flow relativement sécurisé jusqu'à 2026. Nous pensons que la génération du cash sera orientée à moyen et long termes vers 1/ un meilleur retour à l'actionnaire ou 2/une réduction de la LTV.

Le titre CBo Territoria est affecté à la fois 1/ par une décote géographique (concentration des actifs) et 2/ une décote de holding. Le delta de la décote vs Peers ne nous paraît pas véritablement justifiée du fait que CBoT Territoria valorise à la juste valeur ses actifs avec des variables tenant compte de la localisation des biens (expert indépendant Cushman & Wakefield). C'est la fameuse double peine évoquée par le management.

Valorisation

1/ Méthode Bates par ANR de liquidation : 4,1€/action

2/ Méthode SOTP : 4,9€/action correspondant à la somme de :

- Prix/action pour l'activité Promotion selon le multiple EBIT net des frais de structure : 0,2€/action;
- Prix/action pour l'activité Foncière décotée et majorée des flux de dividendes actualisés : 4,7€/action.

Nos travaux de valorisation font ressortir un objectif de 4,5€/action.

Marché Euronext
ISIN / Mnémonique FR0010193979 / CBOT
Reuters / Bloomberg CBOT.PA / CBOT:FP
Indice CAC Small

Contrat de prestation analyse

Eligibilité PEA-PME Oui

Capitalisation (M€) **131,0**
Flottant (%) **69,3%**
Nbre de Titres (Mio) **36,502**
Date de clôture **31-Déc**

Actionnariat

Hendigo **24,9%**
Management **3,9%**
Flottant **69,3%**
Autocontrôle **1,9%**

	19	20e	21e
PER	9,9	6,9	6,7
PCF	10,7	8,3	8,1
VE/CA	3,1	3,3	3,3
VE/ROP	18,8	12,7	12,1
PAN	0,6	0,6	0,5
Rendement	6,1%	6,4%	6,4%
Free Cash Flow Yield	9,5%	-17,2%	0,5%
ROACE	-	-	-

CA	110,8	102,8	104,3
CA précédent	110,8	92,4	103,6
var. n/n-1	30,2%	-7,2%	1,5%
EBE	24,6	27,9	28,0
ROC	21,5	24,8	24,9
% CA	19,5%	24,1%	23,9%
ROP	18,5	26,6	28,2
% CA	16,7%	25,9%	27,1%
RN Pdg publié	12,0	18,6	19,2
% CA	10,9%	18,1%	18,4%

BNPA	0,36	0,52	0,54
BNPA précédent	0,35	0,34	0,45
var. n/n-1	14,6%	43,0%	3,3%
BNPA Cor	0,36	0,52	0,54
ANPA	6,1	6,2	6,6
Dividende net	0,23	0,23	0,24

DFN 225,9 206,2 210,5

Arnaud Despre, Analyste Financier

+33 (0)2 40 44 94 52
despre@portzamparc.fr

avec la participation de
Yosra Zouari

Table des matières

SWOT	3
1. Actionnariat.....	4
1.1. Actionnariat et éligibilité PEA.....	4
2. Changement de stratégie.....	5
2.1. Le passage de la promotion immobilière à la foncière.....	5
3. Structure financière.....	8
3.1. Diversification des sources de financement.....	8
3.2. Evolution de l'endettement net.....	8
3.3. Baisse de l'endettement et hausse des dividendes.....	9
3.4. Evolution de l'ANR	10
4. Valorisation : Objectif 4,5€/action	11
4.1. Méthode Bates par ANR.....	11
4.2. Somme des parties	12
4.3. Synthèse.....	13

SWOT

Forces	Faiblesses
<ul style="list-style-type: none">▪ Forte visibilité à la Réunion avec une crédibilité solide (3 000 ha en patrimoine foncier dont 240 ha aménagés ou en cours d'aménagement). Les réalisations du groupe se présentent ainsi :<ul style="list-style-type: none">➢ 3 000 logements livrés, 80 000 m² de commerces développés ou acquis et 90 000 m² de bureaux et locaux d'activité développés ou acquis accueillant plus de 250 entreprises.▪ Le groupe distribue un dividende de 0,23€/action, avec un rendement d'environ 6% (similaire au rendement servi par les SIIC françaises).▪ Expansion hors de la Réunion avec l'implantation d'un premier centre d'affaires à Mayotte.▪ Sécurisation de la cession de son immobilier résidentiel par la signature d'un protocole avec la SHLMR (459 logements pour 68 M€ dont 21,2 M€ soit 140 logements cédés en bloc en 2019. Le groupe prévoit la cession de 51 logements pour 7M€ au S2 20.▪ Le taux d'occupation est de 98% (vs 95,2% pour les peers) et le rendement est de 7,2% (vs 4,9% en moyenne pour les peers) en 2019.	<ul style="list-style-type: none">▪ Le groupe présente une LTV de 46%, élevée par rapport à celle des Peers qui s'élève en moyenne à 39,7%.▪ Un niveau moins élevé vs métropole avec un écart de 37% entre le PIB/Habitant à la Réunion et la France métropolitaine.
Opportunités	Risques
<ul style="list-style-type: none">▪ La croissance du PIB à la Réunion est supérieure à celle de la France métropolitaine avec un taux annuel moyen de 2,1% contre 0,8% pour la métropole.▪ Le dispositif Pinel DOM bénéficie d'un taux de défiscalisation de +11% par rapport à celui de la métropole et d'un plafond de défiscalisation de 18 000 €/an.▪ Le besoin est de 7 000 nouveaux logements/ an, un besoin durable sur les 20 prochaines années.	<ul style="list-style-type: none">▪ Incertitude par rapport aux dispositifs fiscaux pour les départements outre-mer (Loi Girardin IS, loi Pinel DOM).▪ Impact COVID-19 : Retard dans l'obtention d'autorisations administratives préalables à la réalisation des travaux de construction.

1. Actionnariat

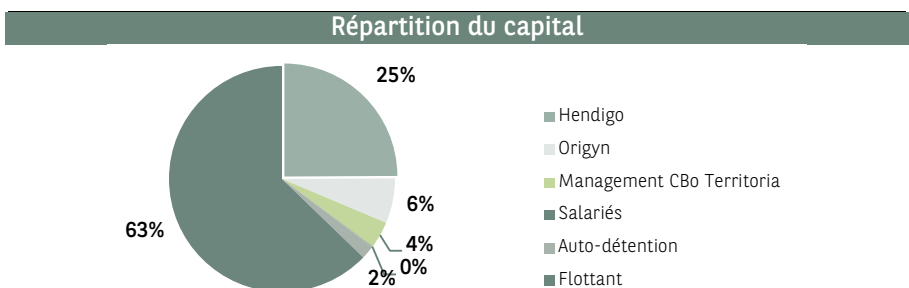
1.1. Actionnariat et éligibilité PEA

Une partie importante de l'actionnariat de CBo Territoria est composée d'épargnants détenant leurs actions en PEA ce qui leur permet de bénéficier d'une franchise d'impôt sur les plus-values et les dividendes. Son éligibilité au PEA représente un avantage unique pour cette foncière.

Le capital détenu par Hendigo n'a pas changé depuis l'acquisition de titres hors marché en mars 2018 ramenant le pourcentage de détention à 24,9%, (vs 21,2% en 2017). A cette date, Hendigo a déclaré ne pas avoir l'intention de prendre le contrôle de CBo Territoria mais qu'elle envisageait de poursuivre ses achats si de nouvelles opportunités se présentaient.

Il est à rappeler qu'afin de bénéficier du PEA, le seuil de détention de 25% doit être respecté.

Répartition du capital		
	Nombre d'actions	% Capital
Hendigo	8 432 041	24,9%
Origyn	2 175 414	6,4%
Management CBoT Territoria	1 305 451	3,9%
Salariés	25 508	0,1%
Auto-détention	656 863	1,9%
Flottant	21 244 721	62,8%
Total	33 839 998	100,0%



Source: CBO Territoria

2. Changement de stratégie

2.1. Le passage de la promotion immobilière à la foncière

CBo Territoria est considérée comme une référence dans le développement immobilier avec plus de 182 hectares en cours d'aménagement. Disposant d'un capital foncier historique exceptionnel de plus de 3 000 hectares, situés sur les zones stratégiques de la Réunion, CBo Territoria intervient dans les métiers de la gestion foncière, l'aménagement ainsi que la promotion immobilière de logements et de locaux d'entreprise.

Les 182 hectares en cours de développement représentent un potentiel de développement de 1 280 logements et de plus de 30 000 m² d'immobilier entreprise.

Les sites concernés par les opérations d'aménagement se présentent comme suit :

	Superficie	Logements achevés ou en cours de construction	Potentiel total	Reste à réaliser	Vocation
ZAC du portail Saint-Leu	30 ha		80 000 m ²		Tertiaire
ZAC Beauséjour Saint-Marie	65 ha	1 700		1 280 logements	Habitat
ZAC Cap Austral Saint-Pierre	32 ha	260		et 30 000 m ² de	Habitat
ZAC Roche Café Saint-Leu	14 ha	340	400 lgts	locaux	Habitat
ZAC Marie Caze Saint-Paul	30 ha	300	800 lgts	professionnels	Habitat
Autres terrains	11,4 ha	14 000m ²			Tertiaire
Total	182 ha				

Source: CBo Territoria

Le groupe dispose en plus de terrains d'une superficie de 2 630 ha valorisés 40,3M€ hors droits.

La promotion immobilière a été considérée comme étant l'activité principale du groupe du fait qu'elle bénéficiait de dispositifs fiscaux avantageux (loi Girardin libre, loi Girardin intermédiaire, loi Pinel DOM).

Conformément à ses orientations stratégiques, CBo Territoria s'est concentrée sur le développement de la promotion immobilière, principalement dans le secteur de l'immobilier résidentiel, qui bénéficiait d'un cadre fiscal favorable et profitait de la notoriété et crédibilité du groupe sur le marché réunionnais pour générer du financement disponible à court terme. Le cash flow généré lui permettait de développer sa capacité d'autofinancement nécessaire pour assurer la réalisation du second axe stratégique qui consiste au développement du patrimoine locatif, offrant une plus grande visibilité long-terme et un niveau élevé de rentabilité (marge EBITDA Foncière 89,4%).

L'année 2014 a été marquée par l'accélération du développement de la foncière avec la livraison du centre commercial E.Leclerc et le retail Park à Saint-Leu pour un total de 18 000 m² (dont 8 600 m² de surface de vente), faisant grimper le revenu locatif d'entreprise de 26%. L'activité de la promotion immobilière a reculé de 32% cette même année suite à la réduction des avantages fiscaux sur les investissements à l'île de la Réunion, notamment suite aux modifications liées au dispositif fiscal Girardin qui a rendu inéligible les sociétés réalisant du CA > 20M€, suite à quoi le groupe n'a pas réalisé d'investissement sur le secteur résidentiel en 2015 et 2016 dégradant ainsi son résultat net sur ces deux exercices.

C'est ainsi que l'activité de foncière de CBo Territoria a confirmé son entrée dans une nouvelle dimension en se concentrant sur l'IR entreprise qui générait un rendement plus élevé (7,6% de rendement brut pour IR Entreprise, le rendement brut de l'IR Habitat est de 5,6%).

CBo Territoria dispose donc à fin 2019 de 83 600 m² de surface utile (hors SME) pour l'immobilier entreprise valorisée à 234M€ et offrant un rendement de 7,7% et de

31 200 m² de surface utile valorisée à 61M€ pour l'immobilier Habitat et un rendement de 5,6%.

L'optimisation de la gestion au sein de CBoT lui a permis d'atteindre au 31 décembre 2019 un taux d'occupation de 98% supérieur à celui des peers de 3 points (vs 95% en 2018) ainsi qu'un rendement moyen de 7,2% en progression de 1% par rapport au 31 décembre 2018, supérieur aux rendements des peers de 2,3 points .

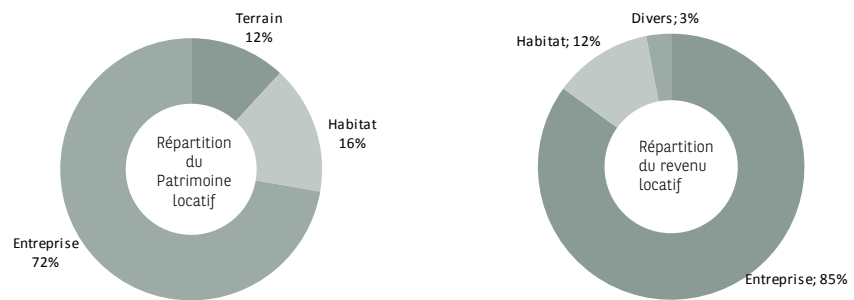
	Taux d'occupation	Rendement
CBo Territoria	98,0%	7,2%**
CeGeREAL*	96,9%	4,6%
Frey*	97,7%	5,6%
Gecina*	94,1%	3,4%
Icade*	92,6%	6,3%
Klepierre*	100,0%	5,0%
URW*	89,9%	4,6%
Moyenne	95,2%	4,9%

Source: Rapports annuels, 2019

*Loyer contractuel annualisé (incluant l'indexation la plus récente) et autres revenus des 12 prochains mois, net des charges d'exploitation, divisé par l'évaluation des actifs

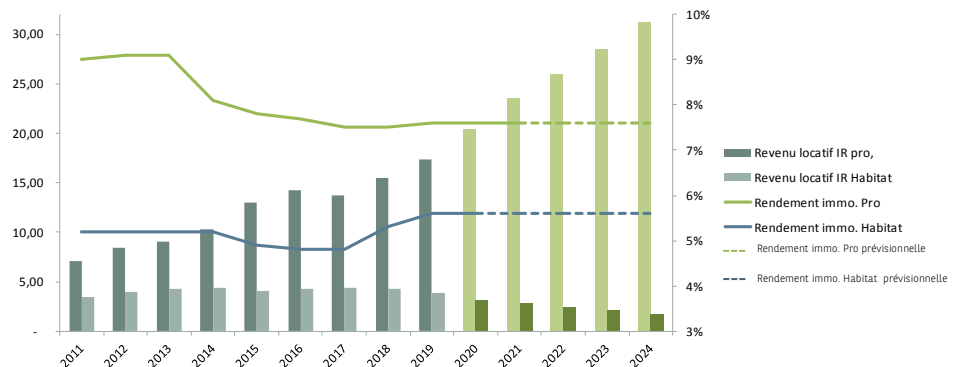
** Moyenne des rendements IR Habitat et IR Entreprise hors droits

Répartition du patrimoine économique et des revenus locatifs au S1 2020



Source: CBo Territoria et Portzamparc

Le prix de location moyen a été estimé dans notre modèle selon une fourchette de prix comprise entre 233-252€/m²/an pour les IR d'entreprise et 100-105€/m²/an pour les IR Habitat à l'horizon 2024 tout en gardant un rendement stable sur la période prévisionnelle.

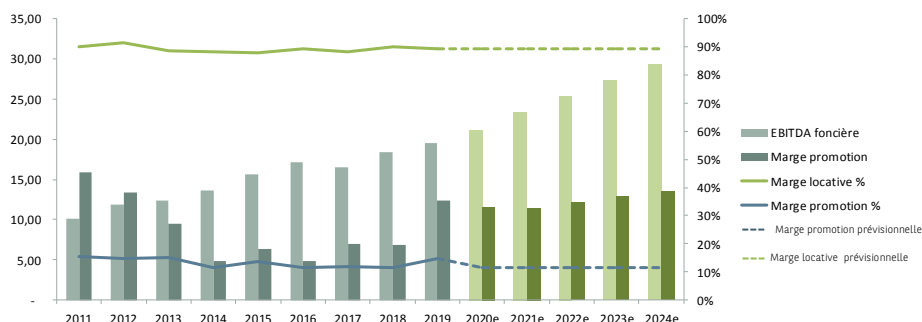


Source: CBo Territoria et Portzamparc

L'activité de promotion immobilière a atteint un CA record en 2019 (84M€ vs 60M€ en 2018) grâce à 1/ la signature d'un protocole d'accord avec Action Logement

garantissant la cession de ses logements neufs en VEFA et 2/ la signature d'un contrat VEFA pour le plus grand Leroy Merlin de la Réunion (13 780 m²).

La marge Promotion a atteint son plus haut niveau, soit 14,7% (vs 11,4% en 2018).



Source: CBo Territoria et Portzamparc

2.2. Solide face à la crise

L'annonce du confinement début 2020 a eu un impact sur l'activité du groupe, notamment sur l'axe de la promotion immobilière suite au ralentissement de l'activité impactant le chiffre d'affaires à l'avancement. Ce retard concerne principalement la livraison du projet Retail Park au Port (SME 50/50) de 3 600 m² reportée du S1 2020 au S2 ainsi que le report des chantiers sur l'activité de l'habitat social.

Le segment de la foncière poursuit quant à lui son développement :

- D'une part, la croissance des revenus locatifs d'immeubles d'entreprise de +4,2% (8,7M€ au 1er semestre 2020) par un effet compensé lié à 1/ une nouvelle augmentation des loyers de l'hypermarché E.Leclerc du Portail et 2/ l'application de mesures de soutien aux PME et TPE avec franchise de loyers d'environ 2 mois d'une valeur de 0,7M€ dont 0,3M€ ont été comptabilisés au S1 et 0,4M€ seront étalés sur la durée résiduelle des baux.
- D'autre part, avec la baisse du revenu locatif de l'IR Habitat suite à l'engagement du groupe de céder en bloc des logements Habitat. La sortie de défiscalisation induit la cession progressive du patrimoine considéré comme non stratégique sur une période de 6 ans afin de dégager des ressources pour financer les nouveaux IR d'entreprise et sécuriser la génération de cash-flow jusqu'en 2026.

Nous avons tenu compte dans nos projections d'une augmentation non récurrente du BFR d'exploitation à cause du Covid suite à l'application d'une franchise de loyer pour les PME ainsi que le retard des livraisons des logements.

Dans un contexte sanitaire et économique lié au COVID-19, le groupe sera assez prudent quant aux investissements qui seront effectués pour les logements privés en Pinel DOM, mais la production dans le secteur de la promotion Habitat (Social & Intermédiaire) va se poursuivre du fait de la signature du contrat cadre avec Action Logement (SHLMR).

CBo Territoria dispose tout de même d'une trésorerie solide pour faire face à un environnement économique dégradé. Sa structure bilancielle affiche une trésorerie de 26M€ au 30 juin 2020 après remboursement de l'OCEANE et une LTV de 46,6%.

3. Structure financière

3.1. Diversification des sources de financement

Dans le but de diversifier sa dette financière en vue du fort développement de son activité foncière, CBo Territoria a émis en novembre 2012 une OCEANE de 26,5 M€ (strike de 3,6€, échéance en janvier 2020). Ces fonds levés ont permis de financer en priorité 1/ le développement des nouveaux actifs de rendement à partir d'un pipeline d'opérations identifiées à développer sur les terrains aménagés 2/ le financement du besoin en fonds de roulement de l'activité de promotion et 3/ le remboursement du solde des crédits en cours en 2012.

Le 2 janvier 2020, CBo Territoria a procédé au remboursement du solde (18,9 M€) de son OCEANE de la façon suivante :

- 13,5 M€ en numéraire;
- 1 504 658 obligations ont été converties en actions dont 627 926 en actions existantes (2 268 K€) et 876 732 actions nouvelles (3 156 K€)

Le groupe a émis en 2018 des ORNANE pour un montant total de 30M€ remboursable in fine au 1^{er} juillet 2024, ayant une valeur nominale de 4,85€.

3.2. Evolution de l'endettement net

La LTV a atteint un pic de 51% en 2018 avant de se réduire sensiblement à 46% en 2019, suite aux cessions en bloc de 4 immeubles à la SHLMR, ramenant la dette financière à 206M€ (vs 247M€ en 2018) et les actifs de rendement habitat à 61M€ (vs 86M€ en 2018).

L'évolution du patrimoine immobilier et la conversion des OCEANE en actions en 2020 ont contribué à la baisse du taux d'endettement à 44%. La LTV est en baisse sur la période prévisionnelle du fait du désendettement du groupe au fur et à mesure de la cession des biens et sa volonté à s'autofinancer. Nous projetons une LTV à 42% fin 2024.

Par prudence, le groupe maintient des objectifs de LTV à 50% - 55% en raison des investissements qu'il réalise en qualité de Promoteur et Foncière, bien qu'elle soit de 40% en moyenne pour les sociétés comparables (Unibail, Mercialis...).

	Kle Pierre	Unibail	Mercialis	FREY	Altea
DFN	8 830	24 239	1 373	287	2 475
Patrimoine immobilier	23 673	62 762	3 479	1 241	7 457
LTV (droits inclus)	37,3%	38,6%	N/D	23,1%	33,2%
LTV (hors droits)	N/D	40,0%	39,5%	N/D	N/D

Source : Rapports annuels, FactSet

Nous pensons que la génération du cash sera orientée à moyen et long termes vers un meilleur retour à l'actionnaire et une réduction de la LTV.



Source: Portzamparc

*LTV = Loan To Value = Dette financière nette/Actifs immobiliers (Hors droits)

3.3. Baisse de l'endettement et hausse des dividendes

Malgré la volatilité du résultat net par action depuis 2010 le groupe a maintenu un rendement stable proche de 6,0%. La crise COVID-19 n'a pas empêché le groupe de proposer à ses actionnaires le versement de dividende soit :

- En numéraire : 0,23€/action dans ses objectifs de 2021;
- L'option de paiement du dividende en action.

Historiquement, le dividende par action est passé de 0,10€/action à fin 2012 à 0,23€/action à fin 2019. Nous avons maintenu dans nos projections une croissance de dividende par action permettant de générer un rendement moyen de 6,0% à horizon 2024.

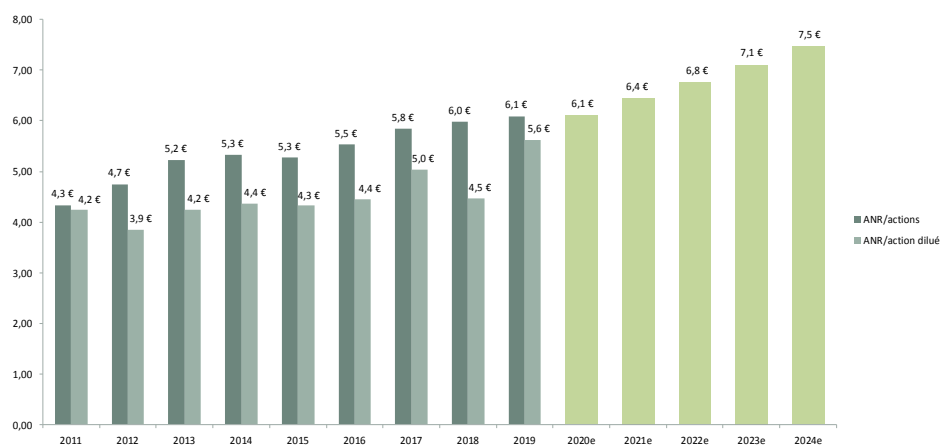


Source: Portzamparc

3.4. Evolution de l'ANR

La conversion des 1 504 658 obligations en actions nouvelles/existantes en janvier 2020 ainsi que l'augmentation du capital de 5,3M€ suite au paiement de dividende par action (68% des dividendes) ont contribué en partie à la hausse de l'ANR de +6,4% sur un anet à la baisse de l'ANR/action de -2,0%.

Nous considérons que l'ORNANE d'une valeur nominale de 4,85€ est en dehors de la monnaie et qu'aucune conversion en actions nouvelles/existantes ne sera effectuée durant toute la période de projection. Une conversion à 100% aurait un effet dilutif d'environ 11% à maturité.



Source: Portzamparc

4. Valorisation : Objectif 4,5€/action

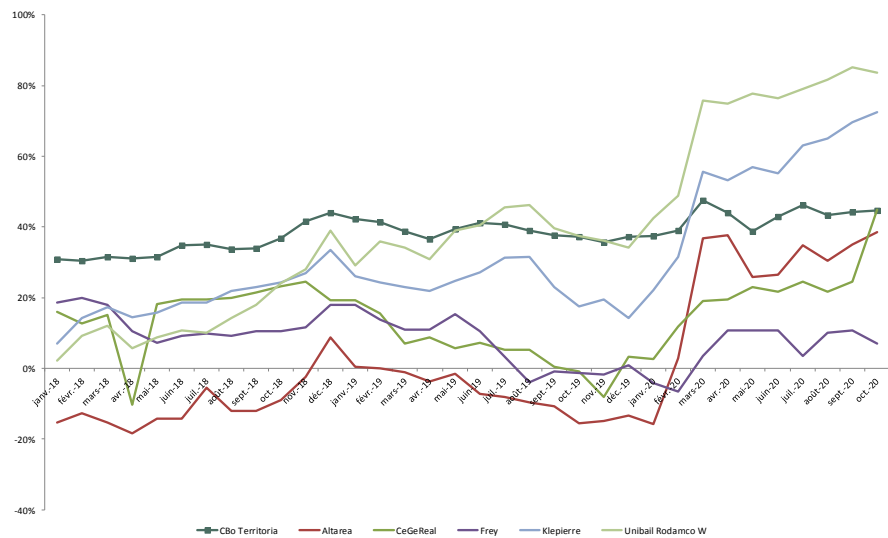
4.1. Méthode Bates par ANR

La majorité des foncières calculent l'ANR conformément aux recommandations de l'EPRA. Cette méthode n'est pas appliquée par le groupe mais CBoT procède chaque année à la réévaluation de son patrimoine par un expert immobilier indépendant, à l'exception des Immeubles de rendement Habitat qui étaient jusqu'en 2016 enregistrés au coût compte tenu des montages en défiscalisation mis en œuvre.

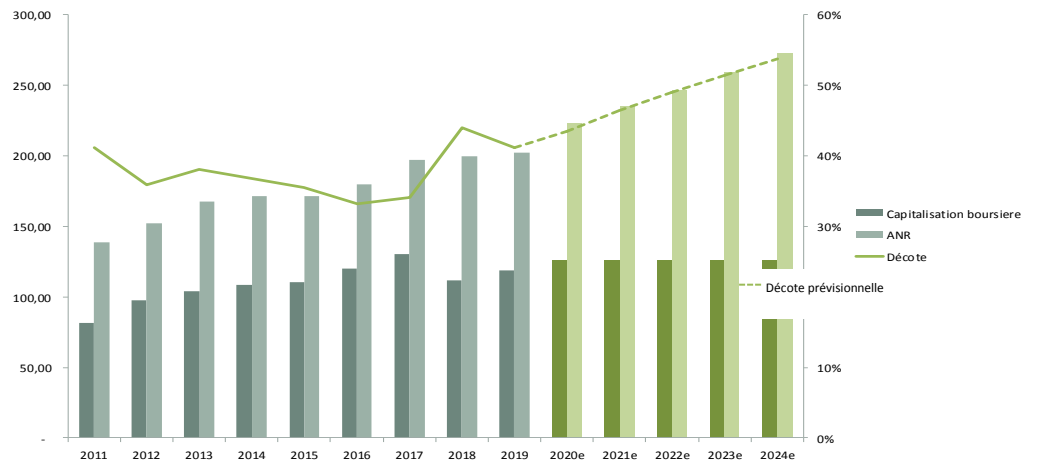
L'ANR prise en compte dans nos calculs correspond à l'ANR de liquidation publiée par le groupe tenant compte de la moins value sur les immeubles de rendement enregistrée en 2020 (post COVID-19).

La méthode Bates par ANR nous a permis de déterminer la valeur de l'action CBoT Territoria à l'horizon 2024 avec l'actualisation de l'ANR/action à un an au coût du capital de 10,2% et en appliquant une décote de holding et de taille.

Le titre était décoté sur le marché de 38% en moyenne avant la crise, atteignant les 47% à l'annonce du confinement pour se rétablir à 43% au T3.



Source: Portzamparc,



Source: Portzamparc

La décote pourrait atteindre les 50% en moyenne sur la période prévisionnelle si la capitalisation boursière de CBoT se maintenait à la valeur actuelle (Market cap 130M€ au 13/11/2020).

Le groupe repose sur un bilan solide et un carnet de commandes générateur de cash-flow relativement sécurisé jusqu'à 2026 mais son titre est affecté à la fois par une décote de géographie en raison de son emplacement en Outre-Mer et une décote de holding due à l'importance des frais de fonctionnement qui viennent amputer les revenus en provenance des deux activités. Cette décote a été estimée par nos soins à 23% (méthode moyenne historique + méthode proportion des frais de structure).

Il est à rappeler qu'au 31 décembre 2019, l'ANR est en hausse de + 1,2% sur 12 mois à 202M€, soit 6,09€/action et 5,62€/action diluée.

Après remboursement de l'OCEANE de 4,6M€ et l'augmentation de capital de 5,3M€ suite à la conversion des dividendes en action, l'ANR ressort à 208M€ (en progression de + 3,0% à mi-juin par rapport au 31 décembre 2019).

L'actualisation à 1 an de l'ANR/action diluée après distribution de dividende en action à mi-juin 2020 et calculée sur la base d'un coût de capital de 10,2% ressort à 4,1€ post décote.

		2020	2021	2022	2023	2024
Actualisation des dividendes		2,2 M€	6,6 M€	6,2 M€	5,9 M€	5,5 M€
ANR fin 2024 actualisé						167,6 M€
ANR + Div actualisés						194,0 M€
ANR/action						5,3 €
		Coût des FP				
		11,2%	10,7%	10,2%	9,7%	9,2%
Décote	15,3%	4,3 €	4,4 €	4,5 €	4,6 €	4,7 €
	17,3%	4,2 €	4,3 €	4,4 €	4,5 €	4,6 €
	19,3%	4,1 €	4,2 €	4,3 €	4,4 €	4,5 €
	21,3%	4,0 €	4,1 €	4,2 €	4,3 €	4,4 €
	23,3%	3,9 €	4,0 €	4,1 €	4,2 €	4,3 €
	25,3%	3,8 €	3,9 €	4,0 €	4,1 €	4,1 €
	27,3%	3,7 €	3,8 €	3,9 €	4,0 €	4,0 €
	29,3%	3,6 €	3,7 €	3,8 €	3,8 €	3,9 €
	31,3%	3,5 €	3,6 €	3,7 €	3,7 €	3,8 €
ANR/action avec décote						4,1 €

Source: Portzamparc

4.2. Somme des parties

Comparables boursiers (Activité de Promotion immobilière)

Le groupe ne dispose pas de Peers cotés avec une concentration géographique similaire.

Cette activité présente un EBITDA de 13,7 M€ et un EBIT de 12,4 M€ au 31 décembre 2019 pour CBoT Territoria.

	Cours	Market Cap	EV	EV/EBIT		
				2020	2021	2022
Bassac	43,0	736	746	6,0 x	6,1 x	5,2 x
Kaufman & Broad	35,3	783	940	15,4 x	8,2 x	7,2 x
Nexity	26,3	1 640	3 666	13,5 x	9,7 x	8,3 x
Moyenne				11,7 x	8,0 x	6,9 x

Source: Factset

Du fait de l'importance des intérêts minoritaires, nous avons décidé de retraiter leurs impacts sur la valeur d'entreprise pour une meilleure comparabilité par rapport à CBO Territoria dont le multiple EV/EBIT s'élève à fin décembre 2019 à 17,0x (tenant compte de l'activité foncière).

Nous avons retraité l'EBIT reporté au niveau des comptes de CBO Territoria de l'activité de promotion avec les frais de structure, auquel nous avons attribué les multiples EBIT calculés précédemment :

	2020	2021	2022
EBIT	11,7	11,5	12,1
Frais de structure	(3,3)	(4,4)	(4,6)
EBIT net	8,3	7,1	7,5
EV avec multiple moyen Peers	97,0	57,4	52,0
Dette financière	(41,7)	(42,5)	(44,3)
Disponibilité	0,2	-	-
Equity	55,5	14,9	7,7
Nombre d'actions	36,5	36,5	36,5
Prix/ action	1,5 €	0,4 €	0,2 €

ANR (Activité foncière)

L'actif net comptable calculé pour l'activité foncière tient compte de la dette financière affectée à la BU, et à laquelle on applique la décote de 23%.

	2019	2020	2021	2022
Immeuble de placement	342,5	356,7	390,8	417,2
Dette financière	(195,9)	(161,9)	(164,9)	(171,7)
Disponibilité	21,5	0,2	-	-
ANR	168,1 M€	195,0 M€	225,9 M€	245,5 M€
Nombre d'actions	36,5	36,5	36,5	36,5
ANR/action	4,6 €	5,3 €	6,2 €	6,7 €
ANR/action post décote	3,5 €	4,1 €	4,7 €	5,2 €
Dividendes cumulés & actualisés				0,4 €
Prix/action actualisé				4,7 €

Nous avons tenu compte dans nos calculs du flux de dividendes actualisés à fin 2022 permettant de valoriser l'activité foncière à 4,7€.

La valeur des capitaux propres selon la méthode des sommes des parties pour les deux activités est de 252,7M€, soit une valeur par action de 4,9€.

4.3. Synthèse

Méthode Bates par ANR de liquidation : **4,1€/action**

Méthode SOTP : **4,9€/action** correspondant à la somme de :

- Prix/action pour l'activité Promotion selon le multiple EBIT net des frais de structures : 0,2€/action;
- Prix/action pour l'activité Foncière décotée et majorée des flux de dividendes actualisés : 4,7€/action.

La moyenne de ces deux méthodes ressort à **4,5€/action**.

CBO TERRITORIA

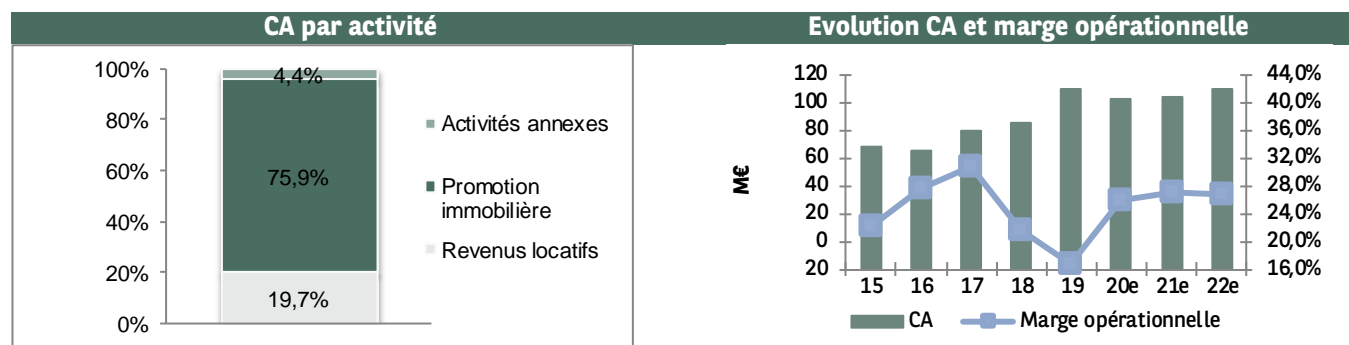
Critères ESG				
ENVIRONNEMENT	2017	2018	2019	Commentaires
Empreinte carbone				
Émissions de GES en kteqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (Me)	0,01	0,01	0,01	
Politique de compensation des émissions CO2	Non	Non	Non	
Impact positif environnemental identifié	Non	Non	Non	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	Non	Non	Non	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les 3 dernières années	Non	Non	Non	
Certification 14001	Non	Non	Non	
SOCIAL	2017	2018	2019	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	50%	50%	51%	
Index égalité salariale femmes / hommes	ND	ND	ND	Périmètre France
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	Oui	Oui	Oui	
Part des personnes en situation de handicap	2%	3%	3%	Périmètre France
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors du dernier exercice	56%	53%	50%	
dont cadre	19%	21%	17%	
dont non-cadre	37%	32%	33%	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition	17,95%	20,8%	22,4%	calcul = départ CDI /effectif permanent au 1 ^{er} janvier
Ancienneté moyenne		ND	ND	
Part de l'effectif non permanent (CDD + intérim)	11,564	13,24	11,52	
Certification Great place to work	ND	ND	ND	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	Oui	Oui	Oui	
Encouragement de l'actionariat salarié	Non	Non	Non	
Nombre de titres détenus par les salariés	131 576	30 818	25 508	
Taux d'absentéisme		4,2%	6,4%	
	ND	ND	ND	Le taux de fréquence est le nombre d'accidents avec arrêt de travail supérieur à un jour, survenus au cours d'une période de 12 mois par million d'heures de travail, alors que l'indice de fréquence est le nombre d'accidents de travail pour 1 000 salariés.
Taux de fréquence des accidents du travail				
Salaire médian (k€/an)	47,726	45,697	43,665	
Salaire moyen (k€/an)	62,587	59,9	58,1	
GOUVERNANCE & ACTIONNARIAT	2017	2018	2019	Commentaires
Respect du code Afep-Medef	Oui	Oui	Oui	
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	Non	Non	Non	
Nombre de membres composants le conseil de surveillance	10	10	10	y compris le représentant des salariés
dont indépendants	5	5	5	
dont femmes	4	4	4	Code Middlednext: parité de 40% si >8 membres, écart maximum de 2 pour <8 membres, Applicable en 2020 si CA ou total bilan >50me + 250 salariés min Ne pas le compter dans les calculs de % indépendants et femmes
Administrateur représentant des salariés au conseil de surveillance	Non	Non	Non	
Assiduité des membres du conseil de surveillance	7	6	4	
Comité d'audit	Oui	Oui	Oui	
Comité des risques	Non	Oui	Oui	Via comité d'audit créé en mai 2018
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	Non	Non	Non	
Comité RSE	Oui	Oui	Oui	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	Non	Non	Non	Droit de vote double accordé pour les actions nominatives au bout de deux ans
Poids de l'actionnaire principal	71%	71%	63%	
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération du CEO	Oui	Oui	Oui	
Déclaration de la rémunération du CEO	Oui	Oui	Oui	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	Non	Non	Non	
Ratio d'équité	7,27	8,7	8,45	écart entre les rémunérations des dirigeants et le salaire médian des salariés
PARTIES PRENANTES EXTERNES	2017	2018	2019	Commentaires
Mise en place une charte éthique avec ses fournisseurs	Non	Non	Non	exemples: ISO 20400 ou 26000
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	Oui	Oui	Oui	exemple: ISO 9001
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	96,0%	94,4%	96,8%	vs "services autres"

CBO TERRITORIA

Exploitation	15	16	17	18	19	20e	21e	22e
CA	68,5	65,0	80,7	85,0	110,8	102,8	104,3	110,7
var. n/n-1	12,9%	-5,2%	24,2%	5,4%	30,2%	-7,2%	1,5%	6,1%
var. organique	12,9%	-5,2%	24,2%	5,4%	30,2%	-7,2%	1,5%	6,1%
EBE	15,7	14,4	14,4	17,7	24,6	27,9	28,0	30,1
ROC	14,2	12,9	13,7	16,5	21,5	24,8	24,9	27,1
var. n/n-1	8,7%	-9,3%	6,3%	20,8%	30,5%	15,1%	0,6%	8,5%
ROP	15,1	18,0	24,9	18,3	18,5	26,6	28,2	29,6
RCAI	10,3	13,8	20,8	13,9	17,3	24,8	25,6	26,3
IS	-3,7	-0,6	-3,9	-3,2	-5,2	-6,2	-6,4	-6,6
RN Pdg publié	6,6	13,2	16,7	10,6	12,0	18,6	19,2	19,7
RN Pdg corrigé	6,6	13,2	16,7	10,6	12,0	18,6	19,2	19,7
var. n/n-1	-36,2%	98,3%	27,3%	-36,9%	14,0%	54,4%	3,3%	2,6%
Tmva CA 2017 / 2021e	6,6%	-	-	-	-	-	-	-
Marge brute (%)	-	-	-	-	-	-	-	-
Marge opérationnelle (%)	22,1%	27,7%	30,9%	21,6%	16,7%	25,9%	27,1%	26,7%
Marge nette (%)	9,7%	20,2%	20,8%	12,4%	10,9%	18,1%	18,4%	17,8%
Taux IS (%)	35,4%	4,2%	18,9%	23,3%	30,1%	25,0%	25,0%	25,0%
Frais de personnel / CA (%)	-9,5%	-10,6%	-9,2%	-8,8%	-7,1%	-7,4%	-7,7%	-7,3%
CA/effectif (K€)	-	-	-	-	-	-	-	-
var. n/n-1	-	-	-	-	-	-	-	-
Effectif moyen	-	-	-	-	-	-	-	-
var. n/n-1	-	-	-	-	-	-	-	-

Bilan	15	16	17	18	19	20e	21e	22e
Fonds propres Pdg	169,8	179,2	197,3	199,6	202,0	223,6	234,8	246,2
Dettes financières nettes	228,9	251,5	228,4	214,0	225,9	206,2	210,5	219,3
Autres	20,3	-7,4	15,6	58,2	-4,0	31,7	31,7	31,7
Capitaux investis	419,8	424,2	442,3	473,0	424,5	462,1	477,6	497,7
Immobilisations nettes	355,0	362,4	371,4	393,2	349,4	377,5	408,5	431,9
dont écarts d'acquisition	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
dont financières	3,4	1,8	1,3	0,1	1,3	1,3	1,3	1,3
BFR	68,1	63,6	72,3	79,8	76,3	85,9	70,4	67,1
Actif économique	419,8	424,2	442,3	473,0	424,5	462,1	477,6	497,7
Gearing (%)	134,1%	139,7%	115,2%	106,6%	111,5%	92,0%	89,4%	88,8%
BFR/CA (%)	99,4%	97,9%	89,6%	93,9%	68,9%	83,6%	67,5%	60,6%
Dettes financières nettes/EBE (x)	14,6	17,5	15,9	12,1	9,2	7,4	7,5	7,3
ROE (%)	3,9%	7,3%	8,5%	5,3%	6,0%	8,3%	8,2%	8,0%
ROACE (%) après IS normé	-	-	-	-	-	-	-	-

Financement	15	16	17	18	19	20e	21e	22e
Cash Flow	6,8	7,9	5,9	9,6	11,1	15,5	15,8	17,1
Variation BFR	-9,9	1,3	-0,1	-1,9	11,4	-9,6	15,5	3,2
Investissements industriels	-40,8	-23,5	-19,2	-16,4	-11,2	-28,0	-30,7	-23,8
% du CA	59,6%	36,2%	23,7%	19,2%	10,1%	27,2%	29,4%	21,5%
Cash Flow Libre	-43,9	-14,3	-13,4	-8,7	11,3	-22,1	0,6	-3,5
Cessions d'actifs	8,5	20,6	13,5	13,3	32,1	20,0	3,0	3,0
Investissements financiers	-0,8	-0,5	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendes	-10,1	-10,5	-7,2	-12,2	-14,2	-2,4	-8,0	-8,3
Augmentation de capital	0,8	0,1	0,2	0,3	0,0	5,4	0,0	0,0
Autres	0,4	-18,0	30,1	21,7	-41,1	18,8	0,0	0,0
Variation dettes financières nettes	45,0	22,7	-23,1	-14,4	11,9	-19,7	4,3	8,7
Dettes financières nettes	228,9	251,5	228,4	214,0	225,9	206,2	210,5	219,3



CBO TERRITORIA

Données par action	15	16	17	18	19	20e	21e	22e
BNPA	0,20	0,41	0,50	0,32	0,36	0,52	0,54	0,55
var. n/n-1	-36,8%	98,0%	22,6%	-36,3%	14,6%	43,0%	3,3%	2,6%
CFPA	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,4	0,4	0,5
ANPA	5,2	5,5	5,9	6,0	6,1	6,2	6,6	6,9
Dividende net (versé en n+1)	0,17	0,19	0,21	0,22	0,23	0,23	0,24	0,25
Payout (%)	83,0%	46,8%	42,2%	69,5%	63,4%	44,3%	44,8%	45,5%
Tmva BNPA 2017 / 2021e	1,9%							
Tmva CFPA 2017 / 2021e	25,9%							

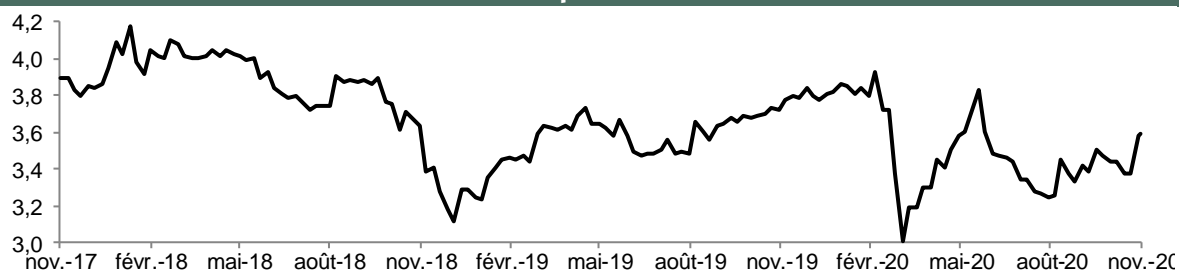
Valorisation	15	16	17	18	19	20e	21e	22e
PER (x)	17,0	8,7	7,7	12,1	9,9	6,9	6,7	6,5
PCF (x)	16,5	14,6	21,7	13,3	10,7	8,3	8,1	7,5
PAN (x)	0,7	0,6	0,7	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5
VE/CA (x)	5,0	5,7	4,4	4,1	3,1	3,3	3,3	3,2
VE/EBE (x)	21,9	25,6	24,9	19,5	14,1	12,1	12,2	11,7
VE/ROP (x)	22,6	20,4	14,4	18,8	18,8	12,7	12,1	11,9
Free Cash Flow Yield (%)	-38,9%	-12,5%	-10,4%	-6,8%	9,5%	-17,2%	0,5%	-2,7%
Rendement (%)	4,3%	4,8%	5,0%	5,5%	6,1%	6,4%	6,4%	6,7%
Capitalisation (M€)	113,1	115,2	128,5	129,8	121,2	131,0	131,0	131,0
Valeur d'Entreprise (VE)	342,8	367,6	358,0	345,0	347,7	337,8	342,1	350,8
Cours de référence (€)	3,5	3,5	3,8	3,8	3,6	3,6	3,6	3,6
Nb de titres (Mio)	32,461	32,504	33,761	33,832	33,840	36,484	36,484	36,484
Nb de titres corrigé (Mio)	32,379	32,430	33,687	33,379	33,183	35,827	35,827	35,827
% de la dilution	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Date d'introduction	20/05/2005							
Cours d'introduction ajusté	3,3 €							

Données intermédiaires	15	16	17	18	19	20
CA T1	-	-	-	-	-	-
CA T2	-	-	-	-	-	-
CA S1	25,2	27,3	31,8	40,1	48,4	37,8
ROP S1	6,8	7,7	14,3	9,8	7,6	8,0
RN pdg corrigé S1	2,6	3,7	7,7	4,3	5,3	0,0
Marge opérationnelle S1	27,0%	28,2%	45,0%	24,4%	15,7%	21,2%
Marge nette S1	10,3%	13,6%	24,2%	10,7%	11,0%	0,0%
CA T3	-	-	-	-	-	-
CA T4	-	-	-	-	-	-
CA S2	43,3	37,7	48,9	44,9	62,4	-
ROP S2	8,3	10,3	10,6	8,5	10,9	-
RN pdg corrigé S2	4,0	9,5	9,1	6,4	6,8	-
Marge opérationnelle S2	19,3%	27,4%	21,7%	19,0%	17,5%	-
Marge nette S2	9,3%	25,1%	18,7%	14,2%	11,0%	-

Taux de croissance (n/n-1)

CA T1	-	-	-	-	-	-
CA T2	-	-	-	-	-	-
CA T3	-	-	-	-	-	-
CA T4	-	-	-	-	-	-
CA S1	+ / ++	8,3%	16,5%	26,1%	20,7%	-21,9%
CA S2	+ / ++	-13,1%	29,8%	-8,1%	38,8%	-
ROP S1	+ / ++	13,2%	85,7%	-31,5%	-22,4%	5,3%
ROP S2	+ / ++	23,5%	2,8%	-19,5%	27,7%	-

Historique de cours



Avertissements généraux

Les informations contenues dans le présent document proviennent de sources publiques réputées fiables. Les opinions et les données prévisionnelles sont celles de leurs auteurs. Les appréciations formulées reflètent leur opinion à la date de publication et sont donc susceptibles d'être révisées ultérieurement. Les prévisions chiffrées sont effectuées à normes comptables constantes ; le passage aux normes IFRS pourra entraîner des modifications importantes des estimations.

Ni la société émettrice, ni Portzamparc, ni une quelconque autre personne ne pourra être tenue responsable de quelque manière que ce soit au titre d'un quelconque dommage direct ou indirect, résultant de l'utilisation de ce document. Ce document ne peut être distribué au Royaume-Uni qu'aux seules personnes qui sont des personnes autorisées ou des personnes exemptées au sens du U.K. Financial Services Act 1986 (ou d'un quelconque règlement pris en application de ce dernier) ou aux autres personnes du type décrit à l'Article 11(3) du Financial Services Act (Investment Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (tel que modifié). La transmission, l'envoi ou la distribution du présent document (ou de toute copie qui en serait faite) sont interdits aux Etats-Unis ou à un quelconque ressortissant des Etats-Unis d'Amérique (au sens de la règle « S » du U.S. Securities Act de 1993). Tout manquement au respect de ces restrictions est susceptible de constituer une violation du droit américain des valeurs mobilières. La diffusion de ce document dans d'autres juridictions peut être soumise à des restrictions légales et les personnes qui se trouvent en possession de ce document doivent s'informer et respecter de telles restrictions. Le présent document ne constitue ni une offre ni une invitation à acheter ou souscrire des valeurs mobilières ou autres titres ; il ne peut servir en aucune manière de support ou être utilisé dans le cadre d'un quelconque contrat ou engagement. Il ne vous est remis qu'à titre d'information et ne peut être reproduit ou redistribué à un tiers. En recevant le présent document, vous vous engagez à observer les restrictions mentionnées ci-dessus.

En tant que Prestataire de Services d'Investissements, Portzamparc Société de Bourse relève de l'Autorité des Marchés Financiers et est agréée par le Comité des Etablissements de Crédit et des Entreprises d'Investissements.

Modalités administratives et organisationnelles visant à prévenir et éviter les conflits d'intérêts relatifs à la production d'analyse financière :

La société de bourse Portzamparc s'est dotée d'un règlement intérieur intégrant des dispositions intitulées "Murailles de Chine" qui décrivent l'organisation mise en place en vue de prévenir la circulation induite d'informations confidentielles ou privilégiées. Cette organisation est sous la responsabilité du Déontologue, qui fixe les règles et contrôle leur application. Elle prévoit notamment la séparation des activités susceptibles d'être en conflit d'intérêt entre elles : gestion pour compte propre, gestion pour compte de tiers, animation de valeur, négociation, vente institutionnelle, montage d'opérations financières et analyse financière.

Les analystes financiers, comme l'ensemble des collaborateurs de la société de bourse, sont soumis au dispositif de gestion des informations privilégiées et des restrictions applicables au sein d'un prestataire de service d'investissement conformément aux articles 315-15 à 315-19 du règlement général de l'AMF, ils ont pour obligation de domicilier leurs comptes titres au sein de la société de bourse. Le Déontologue tient à jour 3 listes de valeurs :

- une liste des valeurs interdites aux collaborateurs sur laquelle sont inscrites toutes les valeurs suivies par le service d'analyse financière et toutes les valeurs sous contrat avec la société de bourse. Dans le cas particulier des analystes, il leur est interdit individuellement d'intervenir en direct sur un instrument financier autre que : les parts d'OPC, le titre BNP PARIBAS et les titres acquis dans le cadre statutaire d'une fonction d'administrateur ou de mandataire.

- une liste des valeurs sous surveillance qui recense essentiellement les valeurs sur lesquelles un ou plusieurs collaborateurs de la société de bourse détient une information privilégiée.

- une liste publique des valeurs en interdiction qui recense les valeurs sur lesquelles une opération financière est en cours et pour lesquelles il ne peut plus y avoir d'opération pour compte propre ni de publication d'analyse financière.

Le déontologue contrôle les opérations réalisées sur les valeurs inscrites sur ces listes, qu'il s'agisse d'opérations de la clientèle, d'opérations de collaborateurs ou d'opérations pour compte propre.

Enfin, l'organe qui décide de la réalisation d'opérations financières : le Comité des Engagements, fait l'objet d'un dispositif spécifique visant à assurer la totale confidentialité des débats et décisions.

Le Groupe Portzamparc se positionne sur l'éligibilité des actions au PEA-PME sur la base des informations émises par les émetteurs et du Décret n° 2014-283 du 4 mars 2014 pris pour l'application de l'article 70 de la loi n° 2013-1278 du 29 décembre 2013 de finances pour 2014 fixant l'éligibilité des entreprises au PEA-PME soit : moins de 5 000 salariés, d'une part, chiffre d'affaires annuel inférieur à 1 500 millions d'euros ou total de bilan inférieur à 2 000 millions d'euros, d'autre part. La responsabilité du Groupe Portzamparc ne saurait être engagée dans l'hypothèse où les données utilisées pour l'analyse s'avèreraient inexactes

L'ensemble des avertissements concernant la recherche Portzamparc (Historique des recommandations, engagement de transparence, politique de gestion des conflits d'intérêt, système de recommandation, répartition par recommandation, prévisions...) est accessible sur

<http://www.midcaps.portzamparc.fr/wp-content/fileadmin/pubt/avertissements.pdf> (clientèle institutionnelle) ou auprès de votre conseiller habituel (clientèle privée).

Détail des potentiels conflits d'intérêts BNP PARIBAS

Sociétés dans lesquelles BNP PARIBAS détient des participations : <https://wealthmanagement.bnpparibas/fr/conflict-of-interest.html>

Les cours utilisés sont les cours de clôture de la veille sauf indication contraire.

Mentions obligatoires

Recommandations boursières

Nos recommandations boursières traduisent la performance absolue attendue sur le titre à un horizon 6-12 mois. Elles sont basées sur les objectifs de cours définis par l'analyste et intègrent des facteurs exogènes liés à l'environnement de marché, susceptibles de fortes variations. Le bureau d'analyse Portzamparc établit ses évaluations selon une approche d'analyse fondamentale multicritères (principalement et de manière non exhaustive actualisation des flux, multiples des comparables, multiples de transaction, somme des parties, actif net réévalué).

ACHETER (1) : Performance attendue supérieure à +15%

RENFORCER (2) : Performance attendue comprise entre +5% et +15%

CONSERVER (3) : Performance attendue comprise entre -5% et +5%

ALLEGER (4) : Performance attendue comprise entre -5% et -15%

VENDRE (5) : Performance attendue inférieure à -15% ou absence de visibilité sur les fondamentaux de la société.

L'ensemble des avertissements concernant la recherche Portzamparc (Historique des recommandations, engagement de transparence, politique de gestion des conflits d'intérêt, système de recommandation, répartition par recommandation...) est accessible sur <http://www.midcaps.portzamparc.fr/wp-content/fileadmin/pubt/avertissements.pdf> (clientèle institutionnelle) ou auprès de votre conseiller habituel (clientèle privée).

Les cours utilisés sont les cours de clôture de la veille sauf indication contraire.

Historique des recommandations sur l'émetteur au cours des 12 derniers mois

Le tableau ci-dessous reflète l'historique des changements de recommandations et d'objectifs de cours faits par le département d'analyse financière de la Société de Bourse Portzamparc sur une période de 12 mois.

La mise à jour des recommandations intervient, soit à l'occasion d'un commentaire lié à une publication officielle ou légale, soit à l'occasion d'un événement exceptionnel (croissance externe, accords significatifs).

Pas de changement de recommandation sur les 12 derniers mois

Détail des conflits d'intérêts potentiels PORTZAMPARC

<i>Société</i>	<i>Détail des conflits d'intérêts potentiels</i>
CBO Territoria	5,6,7

1. Portzamparc possède ou contrôle 5 % ou plus du capital en actions émis par cet émetteur;
2. Cet émetteur, ou ses actionnaires principaux, possèdent ou contrôlent, directement ou indirectement, 5% ou plus du capital en actions émis par Portzamparc;
3. Portzamparc a été chef de file ou co-chef de file dans une offre publique concernant les instruments financiers de cet émetteur durant les douze derniers mois;
4. Portzamparc est teneur de marché pour les instruments financiers de cet émetteur;
5. Portzamparc a signé un contrat de liquidité avec l'émetteur.
6. Portzamparc et l'émetteur ont signé une convention de prestation de service d'analyse à travers laquelle Portzamparc Société de Bourse s'est engagée à produire et à diffuser des études de recherche d'investissement sur ledit émetteur;
7. Portzamparc a été rémunérée par cet émetteur en échange de la fourniture de services d'investissement ou des services en conseil financier au cours des douze derniers mois;
8. L'auteur de cette étude ou une personne qui aurait aidé à l'élaboration de cette étude (ou un membre de son foyer), ou encore une personne qui, malgré sa non-implication dans l'élaboration de cette étude avait ou pouvait raisonnablement avoir accès aux éléments substantiels de cette étude avant sa diffusion détient une position nette ou courte supérieure à 0,5% du capital de cet émetteur
9. La recommandation présentée dans ce document a été divulguée à l'émetteur avant sa publication et diffusion et a été subséquentement modifiée préalablement à sa diffusion

Détail des conflits d'intérêts potentiels BNP PARIBAS

Sociétés dans lesquelles BNP PARIBAS détient des participations : <https://wealthmanagement.bnpparibas/fr/conflict-of-interest.html>

Nantes : 13 rue de la Brasserie - BP 38629 - 44186 Nantes Cedex 4

Paris : 16 rue de Hanovre - 75002 Paris - 33 (0) 1 40 17 50 08

Recherche

Nicolas ROYOT, CFA <i>Co-responsable de l'Analyse Financière</i>	royot@portzamparc.fr
Maxence DHOURY, CFA <i>Co-responsable de l'Analyse Financière</i>	dhoury@portzamparc.fr
Yann DE PEYRELONGUE Analyste Financier	depeyrelongue@portzamparc.fr
Arnaud DESPRE Analyste Financier	despre@portzamparc.fr
Christophe DOMBU, PhD Analyste Financier	dombu@portzamparc.fr
Nicolas MONTEL Analyste Financier	montel@portzamparc.fr
Jeremy SALLÉE, CFA Analyste Financier	sallee@portzamparc.fr
Gaétan CALABRO Analyste Financier	calabro@portzamparc.fr
Mohamed KAABOUNI Analyste Financier	kaabouni@portzamparc.fr
Augustin SOCIE Analyste Financier	socie@portzamparc.fr
Stéphanie MANTEIGAS <i>Corporate Access & Edition</i>	manteigas@portzamparc.fr
Stéphanie TASSIN <i>Corporate Access & Edition</i>	tassin@portzamparc.fr
Amandine PRIGENT Edition	prigent@portzamparc.fr
Téléphone	33 (0) 2 40 44 94 09

Vente Institutionnelle

François BREDOUX <i>Responsable Vente Institutionnelle</i>	33 (0) 2 40 44 95 21 bredoux@portzamparc.fr
Henri TASSO <i>Vendeur institutionnel</i>	33 (0) 2 40 44 95 41 tasso@portzamparc.fr
Henrique CRISTINO <i>Vendeur institutionnel</i>	33 (0) 2 40 44 95 31 cristino@portzamparc.fr
Nitin KHEDNAH <i>Vendeur institutionnel</i>	33 (0) 2 40 44 95 11 khednah@portzamparc.fr
Alexandre LE DROGOFF <i>Vendeur institutionnel</i>	33 (0) 2 40 44 95 48 ledrogoff@portzamparc.fr
Franck JAUNET <i>Responsable Négociation, Sales trading</i>	33 (0) 2 40 44 95 26 jaunet@portzamparc.fr

Nantes : 13 rue de la Brasserie - BP 38629 - 44186 Nantes Cedex 4

Paris : 16 rue de Hanovre - 75002 Paris - 33 (0) 1 40 17 50 08



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP