

Date de première diffusion / Publication date : 6 avril 2022 /
April 6th 2022**Jean Pierre LOZA**

Analyste Financier / Equity Analyst

jean-pierre.loza@inextenso-finance.fr

+ 33 1.45.63.68.87

**Implanet****2021, un bon millésime**

En normes IFRS, le CA d'Implanet est caractérisé par une phase de croissance forte (+58%). Cette nouvelle dynamique est l'un des fruits du recentrage sur le rachis, ainsi que d'une politique ambitieuse de maîtrise des coûts. Achat Fort avec un TP: 2.10 €.

A successful 2021 turnover

Implanet's 2021 turnover stands at € 7.7M, a significant increase (+29%) compared to 2020. This is a real performance considering the troubled period we have been through. Furthermore, under IFRS Standards, the perf. is more impressive (+58% - sale of MADISON™ scope). Strong Buy with a TP: € 2.10.

Opinion**Cours clôture 5 Apr. 2022****Objectif de cours****1. Achat Fort****0,27 €****2,10 € (+670,5 %)****2021, une année charnière**

Selon les comptes retraités après la cession de la franchise genou MADISON, l'activité d'Implanet progresse de 58% à 6,1 M€ traduisant une nouvelle dynamique sur l'activité Rachis. En effet, le rachat d'ODS, spécialiste du rachis conforte et complète la franchise JAZZ.

Par ailleurs, Implanet progresse sur l'ensemble de ses ratios en améliorant sa marge brute (+46%) ainsi que son résultat net (+22%). Ainsi donc, l'exercice 2021 est particulièrement positif. Le désengagement des activités arthroscopiques est acté avec la vente de MADISON™ à SERF (Groupe MENIX) pour 5,0 M€. L'acheteur qui a déjà apporté 1,5 M€ à Implanet, devrait en 2022 verser encore 0,6 M€.

Nous estimons qu'Implanet devrait être à même de rattraper et dépasser ses niveaux précédents de CA, notamment en accélérant la commercialisation directe aux USA et en Allemagne de ses produits JAZZ et ORIGIN, mais encore grâce à ses partenariats (SeaSpine, ulrich...).

Opinion Achat Fort maintenue sur la valeur avec un TP révisé de 1,86 € à 2,10 €

2021, a pivotal year

According to the restated accounts after the sale of the MADISON knee franchise, Implanet's activity increased by 58% to €6.1M, reflecting a new dynamic in the spine business. Indeed, the acquisition of ODS, a spine specialist, reinforces and completes the JAZZ franchise.

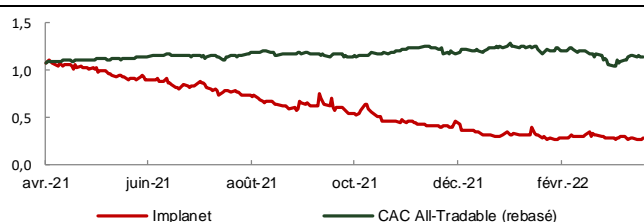
In addition, Implanet is progressing on all its ratios by improving its gross margin (+46%) as well as its net result (+22%). Thus, fiscal year 2021 is particularly positive. The withdrawal from the arthroscopy business is complete with the sale of MADISON™ to SERF (MENIX Group) for €5.0M. The buyer, who has already contributed €1.5M to Implanet, should pay another €0.6M in 2022.

We believe that Implanet should be able to catch up and exceed its previous sales levels, notably by accelerating the direct marketing of its JAZZ and ORIGIN products in the USA and Germany, but also through its partnerships (SeaSpine, ulrich...).

Strong Buy opinion maintained on the stock with a revised TP of € 1.86 to € 2.10

Performances

Absolute perf.	1 month	6 months	12 months
	-1,3 %	-49,3 %	-74,5 %

**Current shareholding structure**

Free float : 77 % ; Financial Investors : 18 % ; Management : 4 % ;
Auto control : 1 %

Key figures

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Sales (€m)	3,9	6,1	7,9	9,7	11,6
Change (%)	11,2%	-14,5%	57,8%	22,7%	19,5%
EBITDA (€m)	-3,3	-4,3	-1,8	-0,7	0,3
EBIT (€m)	-3,3	-4,3	-2,0	-1,0	0,0
EBIT margin (%)	-85,0%	-70,3%	-25,8%	-10,3%	0,4%
Net profit gp sh. (€m)	-4,0	-3,1	-2,1	-0,6	0,0
Net margin (%)	-102,1%	-50,2%	-26,6%	-5,8%	-0,2%
EPS *	-0,03	-0,01	-0,02	-0,01	-0,01

Market data

Reuters / Bloomberg ticker	ALIMP.PA / ALIMP:FP
Market capitalisation (€m)	3,6 M€
Enterprise value (€m)	3,8 M€
Free Float	2,8 M€ (77 %)
Number of shares	14 084 286
Daily volume	106 257 €
Capital turnover rate (1 year)	780,6%
High (52 weeks)	1,10 €
Low (52 weeks)	0,26 €

Agenda

Apr 19, 2022: Q1 Revenue ; Jul 11, 2022: H1 Revenue; Sep 20, 2022 : H1 Results

Ratios

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
VE / CA	1,9	1,1	1,3	1,6	1,9
VE / EBE	NS	NS	NS	NS	NS
VE / REX	NS	NS	NS	NS	NS
P / E	-0,9	-1,2	-1,7	-6,4	-186,5
Gearing (%)	NS	NS	NS	NS	NS
Dettes nette / EBE	-1,1	-0,7	-3,8	-16,4	54,3
RCE (%)	-64,3%	-135,2%	-56,0%	-24,3%	1,0%

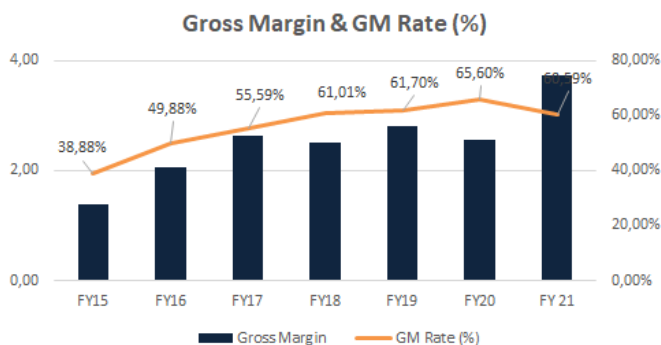
Refer to important warnings at the end of the document. For additional information on Genesta and its internal procedures, please consult the website www.genesta-finance.com.

Un CA 2021 en croissance forte...

Le CA consolidé 2021 s'établit à 6,14 M€ en progression de 58% par rapport au CA 2020, également retraité de l'activité MADISON (3,9 M€). Un accroissement qui souligne la pertinence de la cession de l'activité Arthroscopie-Genou, survenue en novembre dernier, ainsi que le recentrage sur l'activité Rachis. En effet, celle-ci progresse de 62% YoY avec une contribution d'ODS au CA de près de 2,0 M€ (soit près d'un tiers du CA :32,7% pour la période 19 mai au 31 décembre 2021). L'activité Rachis, en grande partie constituée de la Franchise JAZZ a progressé en France à 2,7 M€ (+50 % vs 2020), ainsi que dans le reste du monde (+168%) pour atteindre 2,0 M€. Toutefois, le recul des USA obère l'activité de près de 20% à 1,4 M€. Cette situation américaine est consécutive aux mesures sanitaires anti-COVID entraînant des reports chirurgicaux ainsi qu'aux retards pris par SeaSpine dans le déploiement de JAZZ. La contribution d'OSD est attendue à 2,0 M€, suggérant ainsi une croissance purement organique de 7% pour l'ensemble de l'activité Rachis.

...avec une amélioration de la marge brute.

La marge brute d'Implanet s'établit à 3,7 M€ en progression de 46% par rapport à 2020 (2,5 M€) et en léger recul par rapport à nos estimations (4,6 M€) réalisées sur des comptes non retraités. Cependant le taux de marge s'érode aussi à 60,6% contre 65,6% en 2020. Les dépenses opérationnelles liées à l'opération ODS (1,34 M€) ont grevé le niveau habituel de charges d'exploitation, qui se sont accrues de près de 2,18 M€. A 8,04 M€ en 2021, les charges opérationnelles ont donc augmenté de 37% contre 5,8 M€ en 2020. De fait, le ROC s'établit à -4,32 M€ contre -3,31 M€ lors de l'exercice précédent, en augmentation de 31%, ce qui aboutit à un résultat net de -4,6 M€ en recul de 23% par rapport à l'exercice précédent (-3,7 M€).



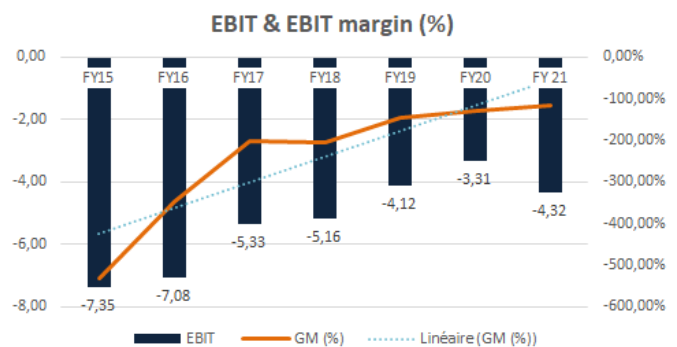
Toutefois selon la norme IFRS 5 pour les « Actifs non courants détenus en vue de la vente et activité abandonnées », il convient de réintégrer le CA de la franchise MADISON jusqu'à la date de la cession (29/10/2021) ainsi que les dépenses afférentes après le Résultat Net, soit 1,51 M€ contre -0,24 M€ en 2020. Le RN s'apprécie à -3,1 M€, en progression de 22% par rapport à 2020 (-3,9 M€).

Strong growth in 2021 revenues...

Consolidated sales for 2021 are up 58% to €6.14M compared to 2020 sales, also restated for the MADISON business (€3.9M). This increase underscores the relevance of the sale of the Arthroscopy-Knee business, which took place last November, as well as the refocusing on the Spine business. Indeed, the latter grew by 62% YoY, with ODS contributing nearly €2.0M to sales (i.e. nearly one third of sales: 32.7% for the period May 19 to December 31, 2021). The spinal column business, largely made up of the JAZZ franchise, grew in France to €2.7M (+50% vs. 2020), as well as in the rest of the world (+168%) to reach €2.0M. However, the decline in the USA has hampered activity by nearly 20% to €1.4M. This American situation is the result of anti-COVID sanitary measures leading to postponements of surgeries, as well as delays in the deployment of JAZZ by SeaSpine. OSD's contribution is expected to be €2.0M, suggesting a purely organic growth of 7% for the entire spinal activity.

...with an improvement in gross margin.

Implanet's gross margin stands at €3.7M, up 46% compared to 2020 (€2.5M) and slightly down (€4.6M) compared to our estimates made on restated accounts. However, the margin rate is also eroding at 60.6% compared to 65.6% in 2020. Operating expenses related to the ODS operation (€1.34M) have encumbered the usual level of operating expenses, which have increased by nearly €2.18M. At €8.04M in 2021, operating expenses have thus increased by 37%, compared with €5.8M in 2020. As a result, the operating profit is -€4.32M compared to -€3.31M in the previous year, an increase of 31%, which results in a net loss of €4.6M, down 23% compared to the previous year (€3.7M).

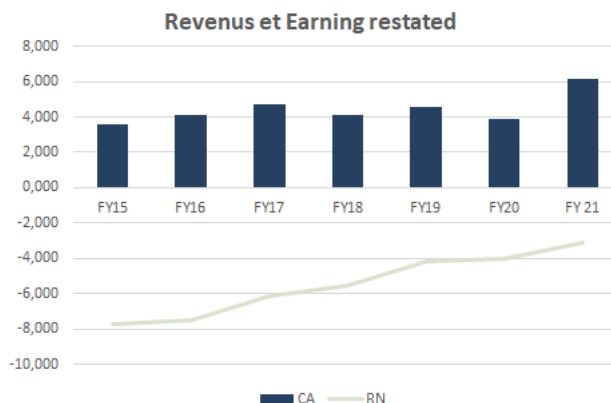


Source: Implanet, IEFM

However, in accordance with IFRS 5 for "Non-current assets held for sale and discontinued operations", the MADISON franchise turnover until the date of sale (29/10/2021) and related expenses should be added back after the net result, i.e., €1.51M compared to €-0.24M in 2020. The net income is estimated at €-3.1M, up 22% compared to 2020 (€ -3.9M).

Comme on peut le voir sur la figure suivante, le résultat net est en constante amélioration, soutenu par l'amélioration du CA retraité et recentré sur le Rachis.

As can be seen in the following figure, net income is steadily improving, supported by the improvement in restated sales and refocusing on the Spine.



Source: Implanet, IEFM

Au 31 décembre 2021, la situation financière de trésorerie d'Implanet s'établissait à 1,87 M€, en amélioration par rapport à la position du 31 décembre 2020 (1,1 M€). Sur les 2,3 M€ payés par SERF pour le rachat de la franchise MADISON, 0,6 M€ devraient être versés en 2022.

On December 31, 2021, Implanet's financial cash position stood at €1.87M, an improvement on the position. Of the €2.3M paid by SERF for the purchase of the MADISON franchise, €0.6M should be paid in 2022.

Un recentrage sur le rachis qui permet...

A refocusing on the spine which allows...

La vente de la franchise Genou principalement portée par la gamme MADISON ainsi que le rachat d'OSD offrent la capacité à Implanet de se recentrer sur le Rachis. En effet, les produits développés par OSD représentent un complément pertinent à JAZZ et à ses déclinaisons (JAZZ Cap). La dynamique de cette opération, qui a déjà retenti sur l'activité d'Implanet (+2 M€ de CA supplémentaires grâce à OSD) devrait s'intensifier encore permettant à Implanet de revenir à un niveau de commercialisation ante-COVID.

The sale of the Knee franchise, mainly carried by the MADISON range, as well as the acquisition of OSD, allow Implanet to refocus on the Spine. Indeed, the products developed by OSD represent a relevant complement to JAZZ and its variations (JAZZ Cap). The dynamics of this operation, which has already had an impact on Implanet's business (+€2M additional sales thanks to OSD), should intensify further, allowing Implanet to return to a pre-COVID level of marketing.

Cela pour deux raisons :

This is for two reasons:

- ✓ Le rattrapage des opérations de chirurgie orthopédiques annulées lors de la crise sanitaire. Sur la figure ci-après extraite d'un rapport de McKinsey, on peut voir que durant l'année 2020 le nombre d'opérations chirurgicales s'est réduit de près de 35%. De plus, les différentes vagues de contamination avec Omicron n'ont certainement pas permis de rattraper l'ensemble de ces retards. D'ailleurs on estime qu'il y aurait près de 18 000 procédures reportées pour l'hôpital UW (University of Washington) Medicine de Seattle et quelques 5 à 6000 opérations chirurgicales en attente pour IU (Indiana University) Health à Indianapolis. Ainsi le rattrapage de ces « arriérés » devrait s'étaler sur plusieurs années, comme l'évoquait Tom Symondson, le patron de l'Association de santé de l'Etat de Victoria en Australie.

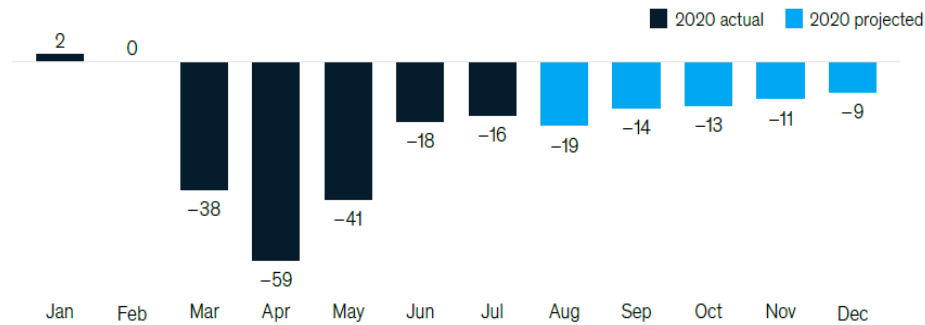
- ✓ Catching up on the orthopedic surgery operations cancelled during the health crisis. On the figure below extracted from a McKinsey report, we can see that during the year 2020 the number of surgeries was reduced by almost 35%. Moreover, the different waves of contamination with Omicron have certainly not allowed to make up for all these delays. Moreover, it is estimated that there are nearly 18,000 delayed procedures for UW (University of Washington) Medicine in Seattle and some 5 to 6,000 surgeries pending for IU (Indiana University) Health in Indianapolis. Thus, the catching up of these "backlogs" should take several years as Tom Symondson, the head of the Victorian State Health Association in Australia, mentioned.

De plus, les conséquences économiques et financières de ce « backlog » sont importantes. Ce qu'a montré une récente étude des « Annals of Surgery » intitulée « The cost of quarantine » de mai 2021 : entre mars et mai 2020, les hôpitaux US ont perdu \$22,3 milliards, principalement due à la réduction drastique des chirurgies électives. De plus les auteurs postulent que le retour à l'équilibre devrait nécessiter entre 12 et 22 mois.

Moreover, the economic and financial consequences of this backlog are significant. This was shown in a recent study in the Annals of Surgery entitled "The cost of quarantine" in May 2021: between March and May 2020, US hospitals lost \$22.3 billion, mainly due to the drastic reduction of elective surgeries. Moreover, the authors postulate that the return to equilibrium should take between 12 and 22 months.

Completed OR cases (inpatient and outpatient) for 2020 compared with 2019 baseline

% of 2019 volume^{1,2}



Source: McKinsey

- ✓ Le partenariat entre Implanet et SeaSpine. En effet, depuis l'initiation de ce partenariat, en 2019, SeaSpine qui devait assurer un minimum de ventes de JAZZ sur le territoire US, n'a semble-t-il pas été en mesure de remplir totalement sa part. Ce décalage est à mettre au crédit de la crise sanitaire, qui a eu pour conséquence d'obliger la société américaine à se recentrer sur ses propres activités. Toutefois, aujourd'hui, SeaSpine se trouve en bien meilleure forme et a enregistré plusieurs trimestres de croissance continue, postant en 2021 une croissance de 24% de CA à \$191,5M et s'appuyant sur une portefeuille de nouveaux produits. Par ailleurs, la société a publié une Guidance pour 2022, où elle affiche des ambitions importantes (CA +18-20% à \$226-230M) dont nous pensons qu'Implanet pourrait être partie prenante.

- ✓ The partnership between Implanet and SeaSpine. Indeed, since the initiation of this partnership, in 2019, SeaSpine, which was supposed to ensure minimum sales of JAZZ on the US territory, has apparently not been able to fulfill its part of it. This delay is due to the health crisis, which forced the American company to refocus on its own activities. Today, however, SeaSpine is in much better shape and has recorded several quarters of steady growth, forecasting a 24% increase in sales to \$191.5M in 2021 and building on a portfolio of new products. In addition, the company has published a Guidance for 2022, where it displays significant ambitions (sales +18-20% to \$226-230M) in which we believe Implanet could be a stakeholder.

En effet, au sein de nouveaux produits en attente de lancement, on trouve le MARINER Adult Deformity. Rappelons qu'Implanet avait participé au développement et à l'enregistrement des vis MARINER en conjonction avec le JAZZ Cap. De plus, SeaSpine Holdings, qui a reçu récemment une reconnaissance pour son système de guidage par imagerie (7D Flash Navigation System) est familier du système des GPO (Group Purchasing Organizations) et notamment de Vizient, qui représente un volume d'achat annuel de + de \$100 milliards.

Indeed, among the new products awaiting launch, we find the MARINER Adult Deformity. Implanet was involved in the development and registration of the MARINER screws in conjunction with the JAZZ Cap. In addition, SeaSpine Holdings, which recently received recognition for its 7D Flash Navigation System, is familiar with the GPO (Group Purchasing Organizations) system and with Vizient, which represents an annual purchasing volume of over \$100 billion.

... d'approcher plus aisément les GPO

Au-delà de la proximité géographique de SeaSpine avec les GPO, ce sont probablement les synergies produits Implanet et ODS, qui permettront à la société de se positionner face aux structures en charges des achats groupés (Group Purchasing Organizations, GPO). Une récente étude de la Healthcare Supply Chain Association (HSCA), qui regroupe les principales organisations d'achats groupés de soins de santé (GPO) US, a montré, sur la base de données des Centers for Medicare and Medicaid Services (CMS), que les GPO permettaient d'économiser jusqu'à \$34,1 milliards par an et réduiraient les dépenses de santé de \$456,6 milliards au cours des dix prochaines années. Des économies particulièrement bienvenues dans un monde où le maître mot des systèmes de santé est économie.

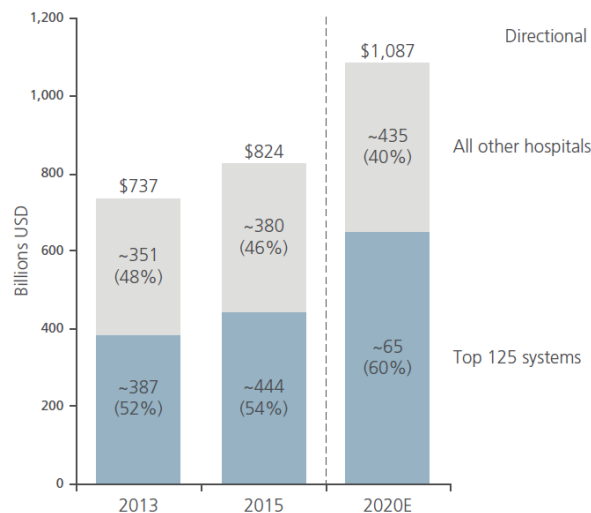
Par ailleurs, on estime à près de 13% les économies réalisées lors des approvisionnements d'établissements de santé par les GPO comparé à ces mêmes achats par des hôpitaux ne bénéficiant des services des GPO. Toutefois, il serait temps, comme le souligne une étude du cabinet LEK, pour les Medtech de repenser leurs relations aux GPO « Time to Medtechs to rethink GPOs ? ». En effet selon le cabinet de conseil, les fabricants d'appareillage médical tendent à cibler majoritairement les 125 premiers systèmes hospitaliers du pays, soit environ 2 200 établissements (43%) sur les quelques 5 100 établissements en totalité. La part de ce top 125 dans les dépenses de soins ne cesse de croître (60-65% en 2020).

... to approach GPOs more easily

In addition to SeaSpine's geographic proximity to GPOs, it is likely that the product synergies between Implanet and ODS will enable Implanet to position itself against Group Purchasing Organizations (GPOs). A recent study by the Healthcare Supply Chain Association (HSCA), which includes the nation's leading Group Purchasing Organizations (GPOs), found that based on Centers for Medicare and Medicaid Services (CMS) data, GPOs could save up to \$34.1 billion annually and reduce healthcare spending by \$456.6 billion over the next ten years. These savings are particularly welcome in a world where the watchword of health care systems is economy.

In addition, it is estimated that GPO procurement savings for healthcare facilities are nearly 13% compared to procurement by hospitals without GPO services. However, it is time for Medtechs to rethink their relationship with GPOs, as highlighted in a study by LEK. "Time to Medtechs to rethink GPOs? According to the consulting firm, medical device manufacturers tend to target the top 125 hospital systems in the country, or about 2,200 facilities (43%) out of a total of about 5,100 facilities. The share of this top 125 in healthcare spending continues to grow (60-65% by 2020).

Total Acute care spend USA (2013-2020E*)



Source: L.E.K
(*2020 top-line spend estimated +5,7%)

Par ailleurs, on assiste à une sophistication accrue des chaînes d'approvisionnement, ce qui se traduit l'émergence d'acteurs nouveaux de la logistique, comme Amazon Business, Avia. Certains grands systèmes de santé vont jusqu'à créer leurs propres GPO [The Resource Group (Ascension), Roi (Mercy)] mettant à mal le modèle d'affaires des GPO plus traditionnels.

L'approche proposée par Implanet avec JAZZ et ses déclinaisons couplée aux implants cervicaux, cages et substituts osseux d'OSD s'inscrit comme une solution complète très innovante pour la chirurgie du rachis dégénératif.

In addition, we are witnessing an increased sophistication of supply chains, which is reflected in the emergence of new logistics players, such as Amazon Business, Avia. Some large health systems are even creating their own GPOs [The Resource Group (Ascension) Roi (Mercy)], challenging the business model of more traditional GPOs.

The approach proposed by Implanet with JAZZ and its variations with OSD's cervical, cages and bone substitutes, is a very innovative complete solution for spine and degenerative spine surgery.

Perspective 2022

La vente de MADISON et le recentrage de la société sur la chirurgie du Rachis, ainsi que certains aspects de la résolution de la crise sanitaire, nous conduisent à revoir nos scénarios de croissance. Nous estimons que la dynamique observée sur l'année 2021, et plus particulièrement lors du second semestre, devrait se poursuivre pour l'exercice 2022.

Nous anticipons un CA annuel 2022 légèrement inférieur à 8 M€ avec une contribution d'OSD de 2,5 M€. Toutefois, il nous semble que les implants cervicaux d'OSD dont notamment la gamme de plaques ORIGIN, qui a reçu une autorisation réglementaire 510(k) de la FDA en 2020, représente un véritable vecteur de croissance pour Implanet. En effet, les premières chirurgies utilisant les plaques cervicales ORIGIN ont débuté en février (Cf. communiqué du 22 février 2022). Par conséquent, nous pourrions voir une croissance plus importante de l'activité d'OSD. D'ailleurs, Ulrich GmbH & Co. KG en 2020, avait marqué son intérêt lors de la signature du partenariat stratégique aussi bien pour la franchise JAZZ que pour les implants cervicaux d'OSD.

La marge brute devrait s'établir à 4,87 M€ en constante amélioration (+31%) et en phase avec le CA (+29%). De plus, notre estimation pour le résultat opérationnel en 2022 ressort à -2,04 M€ en amélioration de plus de 50% (vs -4,32 M€ en 2021).

Notre TP est relevé à 2,10 € et notre opinion Achat Fort est maintenue.

A la suite à la publication des résultats financiers, nous ajustons nos estimations de CA à la hausse pour l'exercice en cours et au-delà compte tenu du niveau de ventes du T4 2021 ainsi que du besoin de rattrapage des chirurgies électives non effectuées dans différents pays ainsi que la montée en puissance des différents partenariats noués par Implanet (SeaSpine, Ulrich et Globus).

Outlook for 2022

The sale of MADISON and the refocusing of the company on spinal surgery, as well as certain aspects of the resolution of the health crisis, lead us to revise our growth scenarios. We believe that the momentum observed in 2021 and more particularly in the second half of the year should continue in 2022.

We expect annual sales in 2022 to be slightly below €8M, with OSD contributing €2.5M. However, we believe that cervical implants, including the ORIGIN range of plates, which received 510(k) clearance from the FDA in 2020, represent a real growth driver for Implanet. Indeed, the first surgeries using ORIGIN cervical plates started in February (see press release of February 22, 2022). In addition, implants that are associated with the JAZZ range were decisive in establishing the partnership agreement with Ulrich GmbH & Co KG.

The gross margin is expected to reach €4.87M, a steady improvement (+31%) and in line with sales (+29%). In addition, our estimate for operating profit in 2022 is € -2.04M, an improvement of over 50% (vs. € -4.32M in 2021).

Our TP has increased to €2.10, and our Strong Buy rating is maintained.

Following the publication of the financial results, we are adjusting our sales estimates upwards for the current financial year and beyond, considering the level of sales in Q4 2021 as well as the need to catch up on elective surgeries not performed in various countries and the ramp-up of the various partnerships formed by Implanet (SeaSpine, Ulrich and Globus).

Important Disclosure

In Extenso Financement & Marché ratings and target prices definition

In Extenso Financement & Marché stock market recommendations reflect the absolute change expected in the share price from a six to twelve-month perspective (in local currencies).

1. Strong Buy	The absolute share price performance is expected to be at least +25 %
2. Buy	The absolute share price performance is expected to be comprised between +10% and +25 %
3. Neutra	The absolute share price performance is expected to be comprised between +10% and -10 %
4. Sell	The absolute share price performance is expected to be comprised between -10% and -25 %
5. Strong Sell	The absolute share price performance is expected to be at least -25 %

Details of valuation methods used by In Extenso Financement & Marché in target price calculations are available at www.genesta-finance.com.

Detection of potential conflicts of interest

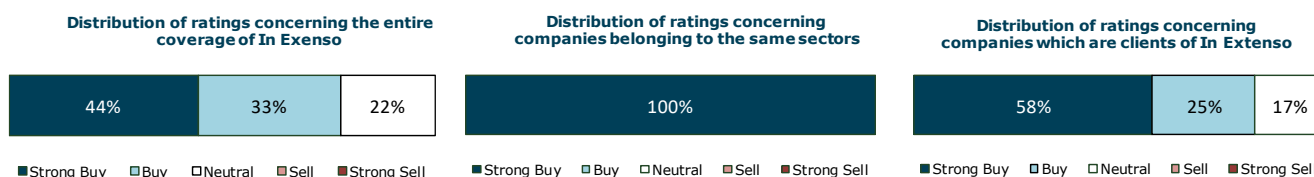
The analyst, In Extenso or any of its employees is a shareholder of the issuer	The issuer subject of this report is a shareholder of In Extenso	Other financial interest between In Extenso and the issuer	In Extenso is a market maker or liquidity provider in financial instruments issued by this issuer	In Extenso has received compensation to produce this research report	In Extenso has received compensation for another service than the production of this research report	This research report was sent to the issuer before its publication
No	No	No	No	Yes	No	Yes

As a consultant in Independent Equity Research as defined by the AMF within its 'Reglement General', In Extenso refers to the administrative and organizational terms defined by this organisation for its internal functioning, in compliance with the best practices regarding the management of conflicts of interests. In Extenso strict internal procedures define aspects which are applied to its Equity Research activity. Additional information may be obtained upon written request to In Extenso as to these operating rules.

Rating and target price evolution throughout the last 12 months

Date of 1 st publication	Rating	Target Price
6 th April 2022	Equity Flash Strong Buy	€ 2.10
26 th January 2022	Equity Flash Strong Buy	€ 1.86
4 th October 2021	Equity Flash Strong Buy	€ 1.96
19 th July 2021	Equity Flash Strong Buy	€ 1.73
21 st April 2021	Equity Flash Strong Buy	€ 1.53
25 th February 2021	Equity Flash Strong buy	€ 1.50

Ratings distribution



Additional disclosures

The information presented in the previous pages remains partial. It cannot be considered as having any contractual value.

This publication has been prepared by In Extenso and is provided for information purposes only. It does not constitute an order to buy or sell the security(ies) mentioned in it. It is intended for professional investors and does not constitute an investment decision. Therefore, neither In Extenso Financement & Marché, nor its managers or employees can be held responsible for any investment decision.

The information, estimates and comments expressed in this study have been obtained from sources believed to be reliable. However, In Extenso Financement & Marché does not guarantee its accuracy, completeness or reliability. Therefore, neither In Extenso Financement & Marché, its directors nor its employees may be held liable in any way for the information provided. The opinions, assessments, estimates and forecasts contained in this publication reflect the judgment of In Extenso Financement & Marché as of the date mentioned on the first page of the document and may subsequently be modified or withdrawn without notice.

This publication may not be distributed to persons subject to certain restrictions. In the United Kingdom, this publication may only be accessed by persons who are 'authorised or exempted persons' under the United Kingdom Financial Services Act 1986, or any regulations made thereunder, or persons as described in section 11(3) of the Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemption) Order 1997. It is not to be distributed or communicated, directly or indirectly, to any other person. Any person who comes into possession of this publication must inform themselves of and comply with such restrictions. Similarly, this publication may not be distributed in the United States or to its nationals. The security (ies) covered by this publication have not been registered with the Securities and Exchange Commission and sending this study to a resident of the United States is prohibited.

In Extenso Financement & Marché may have entered a contract with the issuer on which the financial analysis is based to write and distribute one or more publications, which have been reviewed by the issuer. However, if necessary, this publication may be produced by In Extenso in an independent manner, in accordance with the ethics and rules of the profession.

This publication remains the property of In Extenso Financement & Marché and may not be reproduced or distributed without prior authorization from In Extenso

Copyright 2022 In Extenso Financement & Marché. All rights reserved.