

## Achat

**Objectif de cours** 42,00 € (vs 45,00 €)  
Cours au 29/09/2023 27,00 €  
**Potentiel** 67%

## Données valeur

ALWED.PA / ALWED FP  
Euronext Growth  
Capitalisation (M€) 23,1  
Nb de titres (en millions) 0,86  
Volume moyen 12 mois (titres) 269  
Extrêmes 12 mois 25,10 € 38,90 €

## Performances boursières

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	-11,0%	-1,5%	-5,0%	-31,6%
Perf CAC Small	3,1%	2,7%	3,4%	-1,3%

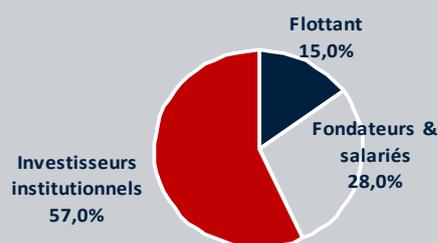
## Données financières (en M€)

au 31/12	2022	2023e	2024e	2025e
CA	18,1	19,8	22,4	25,2
var %	15,3%	9,5%	12,8%	12,8%
EBE	2,9	3,2	3,9	4,9
% CA	16,3%	16,0%	17,3%	19,4%
ROC	1,3	1,4	1,8	2,6
% CA	7,1%	6,8%	8,1%	10,3%
RN	0,2	0,5	0,9	1,4
% CA	1,0%	2,7%	4,1%	5,6%
Bnpa (€)	0,42	0,83	1,08	1,64
ROCE (%)	12%	13%	17%	25%
ROE (%)	1%	4%	6%	9%
Gearing (%)	12%	8%	0%	-10%
Dette nette	1,7	1,1	0,0	-1,7
Dividende n (€)	0,17	0,16	0,14	0,19
Yield (%)	1%	1%	1%	1%

## Ratios

	2022	2023e	2024e	2025e
VE/CA (x)	1,4	1,2	1,1	0,9
VE/EBE (x)	8,5	7,8	6,1	4,5
VE/ROC (x)	19,6	18,2	13,1	8,6
PE (x)	132,9	44,0	25,0	16,5

## Actionnariat



Prochaine publication : CA 2023 le 25 janvier 2024



**Analyste**  
Sid BACHIR  
01 44 70 20 76  
sbachir@elcorp.com



## Un contexte économique qui pèse sur la marge

## Publication des résultats semestriels 2023

Après avoir publié un chiffre d'affaires semestriel de 9,5 M€ en croissance de +13,0% (dont +7,0% en organique sur le SaaS), notamment porté par l'acquisition d'Ionosquare, Wedia publie de solides résultats opérationnels dans un contexte d'investissements et d'intégration. L'EBE ressort ainsi à 1,2 M€ contre 1,4 M€ l'an passé tandis que le ROC recule de 23,0% à 0,4 M€ soit une MOC de 4,5% (vs 6,5%). Pour la fin de l'exercice 2023, le Groupe vise un chiffre d'affaires d'environ 20 M€, matérialisant une nouvelle année de croissance à deux chiffres et une amélioration de la rentabilité.

## Un semestre marqué par l'inflation

Sur le S1 2023, l'EBE s'établit à 1,2 M€ contre 1,4 M€ un an auparavant. Cette contraction de la marge d'EBE, qui passe de 16,5% à 12,5%, s'explique par 1/ des augmentations de salaire de 4% en moyenne pour compenser l'inflation pas suffisamment compensée par les hausses tarifaires (effectif de 129 personnes au 30/06), 2/ l'augmentation des dépenses marketing et commerciales entraînant une progression des charges externes (salons physiques, campagnes d'acquisition digitales, ...) et 3/ la réorganisation de l'activité Galilée. Dans le même temps, le ROC ressort à 421€ contre 545 K€ précédemment.

## Une structure bilancielle saine

Au 30 juin 2023, la variation de trésorerie ressort à +1,0M€ sous l'effet 1/ d'un cash-flow d'exploitation de +1,7 M€, 2/ d'un cash-flow d'investissement de -2,0 M€ (dont 1,2M€ de capex liés à la R&D) et 3/ un cash-flow de financement de +1,3 M€ (dont +2,0 M€ de nouveaux emprunts). Ainsi, la dette nette ressort à 2,1 M€ (pour un gearing de 16%) traduisant une trésorerie de 4,8 M€ et des dettes financières à hauteur de 6,9 M€.

## Perspectives

Fort de l'intégration de Tripnity et d'une solution technologique en phase avec les enjeux de son marché, Wedia devrait poursuivre sa trajectoire de croissance actuelle et vise pour l'exercice en cours un CA proche de 20 M€.

Sur le semestre, la société a notamment contractualisé avec l'un des leaders mondiaux du luxe (solution Wedia), une des plus grandes enseignes de la distribution de prêt à porter (Wedia) ou encore de nombreuses marques avec Ionosquare (Charles Heidsieck, Jacadi, Universal Music, Intersport, ...). Au total, Wedia s'appuie sur plus de 5 000 clients répartis dans 120 pays.

Alors que le Groupe a bénéficié d'une excellente dynamique commerciale sur les 6 premiers mois de 2023, nous comprenons que le contexte macroéconomique actuel pèse sur la rentabilité. Si le S2 est traditionnellement plus favorable à la marge, nous ajustons de notre côté notre attente de ROC 2023 à 1,4 M€ (vs 1,6 M€).

Enfin, le Groupe confirme son ambition : rejoindre le Top 5 des acteurs du marché mondial et atteindre un chiffre d'affaires supérieur à 30 M€, sous réserve de la réalisation d'acquisitions et de conditions de marché pour les financer réunies.

## Recommandation

Après la mise à jour de notre modèle de valorisation notre objectif de cours ressort à 42,00 € (vs 45,00 €) et notre recommandation reste à Achat.



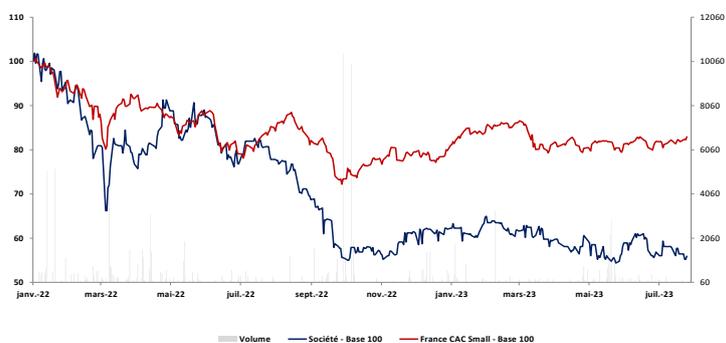
Retrouvez l'actualité boursière des small caps chaque jour dans votre boîte mail, gratuitement. [Inscription ici.](#)

## Présentation de la société

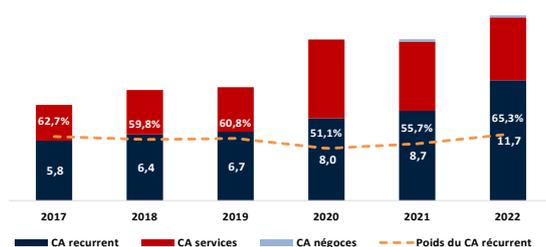
Editeur de logiciels SaaS, Wedia répond à une question que toutes les marques se posent aujourd'hui : comment diffuser le bon contenu marketing sur le bon canal et au bon moment afin d'être vecteur d'émotion, proposer la meilleure expérience possible et in fine, améliorer les ventes.

Pour se faire, la société développe depuis 20 ans une plateforme logicielle reconnue sur son marché et référencée par le Gartner ou par Forrester. Wedia se positionne comme le partenaire incontournable de ces marques internationales dans la valorisation de leurs contenus marketing (visuels & vidéos), depuis leur création et jusqu'à leur diffusion. Garantissant d'offrir la meilleure expérience possible sur l'intégralité des canaux existants (web, print, réseaux sociaux, ...), Wedia améliore ainsi la notoriété de la marque tout en stimulant l'activité commerciale. D'un éditeur de logiciels DAM (Digital Asset Management), Wedia a su faire évoluer son offre technologique ces dernières années pour devenir une plateforme collaborative globale de gestion des contenus digitaux, interfacée avec l'ensemble des systèmes d'information de l'entreprise.

## Evolution du cours (base 100)



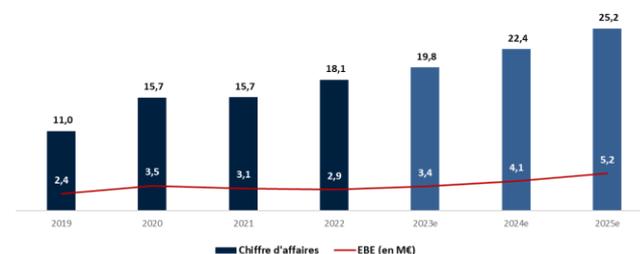
## Evolution du chiffre d'affaires (en M€)



## Argumentaire d'investissement

- Un marché porteur.** Structurellement porteur, le marché de l'édition de logiciels BtoB devrait poursuivre sur un rythme de croissance important en 2022 (+10,9% selon Numeum) et dans les prochaines années. Alors que l'une des principales priorités des responsables marketing reste la gestion des contenus marketing, l'explosion des formats (visuels, vidéos, 3D, ...) ainsi que la multiplication des canaux de diffusion (ecommerce, réseaux sociaux, sites, médias, ...), le marché mondial du Digital Asset Management (DAM) devrait poursuivre lui aussi sa croissance à un rythme soutenu.
- Une solution reconnue sur son marché.** Fort de 20 années de R&D, le Groupe a développé une solution technologique reconnue sur le marché au niveau mondial. Présent à la fois dans le Magic Quadrant for Marketing Resource Management de Gartner et cité par Forrester dans plusieurs rapports, l'ensemble de ces reconnaissances témoignent de l'adéquation de l'offre de Wedia avec les enjeux de son marché ainsi que de sa position comme acteur référent dans son écosystème.
- Une visibilité dans la génération de revenus.** En 2021, les revenus récurrents issus de la commercialisation de la plateforme du Groupe en mode SaaS, des contrats de maintenance, de support et d'hébergement représentaient 55,7% du chiffre d'affaires Groupe. Totalisant 8,8 M€ (+9,2%), cette activité récurrente offre ainsi une véritable visibilité dans la génération de revenus sur le long terme.
- Un accompagnement global du client.** Cette activité logicielle est complétée par tout une gamme de Services (conseil, paramétrage, conduite du changement), permettant un accompagnement global du client, facilitant l'onboarding de celui-ci ainsi que sa rétention dans le temps. Fort de cette offre à 360°, le Groupe affiche un churn de 6%, stable. S'appuyant sur une plateforme technologique reconnue et de sa capacité à accompagner ses clients durablement, le Groupe a démontré une véritable capacité à générer de l'upsell, entre 6% et 10% par an, venant ainsi enrichir les revenus récurrents de Wedia.

## Evolution de l'EBE (en M€)



Compte de résultat (M€)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Chiffre d'affaires	11,0	15,7	15,7	18,1	19,8	22,4	25,2
Excédent brut d'exploitation	2,4	3,5	3,1	2,9	3,2	3,9	4,9
<b>Résultat opérationnel courant</b>	<b>0,9</b>	<b>1,6</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>1,4</b>	<b>1,8</b>	<b>2,6</b>
Résultat opérationnel	0,9	1,6	1,4	1,1	1,2	1,8	2,6
Résultat financier	-0,1	-0,1	0,1	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
Impôts	0,0	-0,3	-0,2	0,1	-0,2	-0,4	-0,6
Mise en équivalence	-0,1	-0,1	-0,1	-0,5	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,2	0,3
<b>Résultat net part du groupe</b>	<b>0,3</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>0,2</b>	<b>0,5</b>	<b>0,9</b>	<b>1,4</b>
Bilan (M€)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Actifs non courants	12,2	11,3	10,6	18,5	18,7	18,9	19,1
dont goodwill	0,2	0,1	0,0	7,4	7,4	7,4	7,4
BFR	-0,8	-0,5	-1,9	-2,9	-3,2	-3,5	-3,9
<b>Disponibilités + VMP</b>	<b>4,0</b>	<b>5,8</b>	<b>7,5</b>	<b>3,8</b>	<b>3,5</b>	<b>3,7</b>	<b>4,4</b>
Capitaux propres	12,4	13,2	14,0	13,9	14,3	15,3	16,9
Emprunts et dettes financières	2,7	3,0	2,2	5,5	4,6	3,7	2,7
<b>Total Bilan</b>	<b>20,9</b>	<b>22,3</b>	<b>21,5</b>	<b>27,3</b>	<b>27,6</b>	<b>28,7</b>	<b>30,4</b>
Tableau de flux (M€)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Marge Brute d'autofinancement	1,9	3,3	2,8	2,5	2,4	3,2	4,0
Variation de BFR	0,1	-0,3	1,4	-0,3	0,2	0,3	0,4
<b>Flux net de trésorerie généré par l'activité</b>	<b>2,0</b>	<b>3,0</b>	<b>4,2</b>	<b>2,2</b>	<b>2,7</b>	<b>3,5</b>	<b>4,4</b>
Investissements opérationnels nets	-1,5	-1,3	-1,4	-1,8	-2,0	-2,2	-2,5
Investissements financiers nets	0,2	0,0	0,0	-7,1	0,0	0,0	0,0
<b>Flux nets de trésorerie liés aux investissements</b>	<b>-1,4</b>	<b>-1,3</b>	<b>-1,4</b>	<b>-8,9</b>	<b>-2,0</b>	<b>-2,2</b>	<b>-2,5</b>
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	0,3	0,4	-0,8	3,3	-0,9	-0,9	-0,9
Dividendes versés	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1
Autres	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Flux nets de trésorerie liés au financement</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>-1,1</b>	<b>3,0</b>	<b>-1,0</b>	<b>-1,1</b>	<b>-1,1</b>
Variation de trésorerie	0,6	1,8	1,7	-3,7	-0,3	0,2	0,8
Ratios (%)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Variation chiffre d'affaires</b>	<b>2,5%</b>	<b>42,1%</b>	<b>0,2%</b>	<b>15,3%</b>	<b>9,5%</b>	<b>12,8%</b>	<b>12,8%</b>
Marge EBE	22%	22%	20%	16%	16%	17%	19%
<b>Marge opérationnelle courante</b>	<b>9%</b>	<b>10%</b>	<b>9%</b>	<b>7%</b>	<b>7%</b>	<b>8%</b>	<b>10%</b>
Marge opérationnelle	9%	10%	9%	6%	6%	8%	10%
Marge nette	3%	6%	6%	1%	3%	4%	6%
Investissements opérationnels nets/CA	14%	9%	9%	10%	10%	10%	10%
BFR/CA	-7%	-3%	-12%	-16%	-16%	-16%	-15%
ROCE	6%	11%	12%	6%	7%	9%	13%
ROCE hors GW	6%	11%	12%	12%	13%	17%	25%
ROE	2%	7%	7%	1%	4%	6%	9%
Payout	86%	32%	32%	85%	26%	13%	11%
Dividend yield	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Ratios d'endettement	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Gearing (%)</b>	<b>-11%</b>	<b>-21%</b>	<b>-38%</b>	<b>12%</b>	<b>8%</b>	<b>0%</b>	<b>-10%</b>
Dettes nettes/EBE	-0,6	-0,8	-1,7	0,6	0,4	0,0	-0,3
EBE/charges financières	45,8	89,3	1 565,0	9,5	10,2	12,4	15,8
Valorisation	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nombre d'actions (en millions)	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Nombre d'actions moyen (en millions)	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Cours (moyenne annuelle en euros)	24,6	23,4	44,2	27,0	27,0	27,0	27,0
(1) Capitalisation boursière moyenne	21,0	20,1	37,8	23,1	23,1	23,1	23,1
(2) Dette nette (+) / trésorerie nette (-)	-1,3	-2,7	-5,3	1,7	1,1	0,0	-1,7
(3) Valeur des minoritaires	0,3	0,4	0,5	0,6	0,7	0,9	1,1
(4) Valeur des actifs financiers	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	20,2	17,9	33,3	25,6	25,2	24,3	22,8
<b>PER</b>	<b>70,2</b>	<b>22,0</b>	<b>41,0</b>	<b>132,9</b>	<b>44,0</b>	<b>25,0</b>	<b>16,5</b>
VE / EBE	8,5	5,1	10,5	8,5	7,8	6,1	4,5
<b>VE / ROC</b>	<b>21,3</b>	<b>11,3</b>	<b>24,2</b>	<b>19,6</b>	<b>18,2</b>	<b>13,1</b>	<b>8,6</b>
VE / CA	1,8	1,1	2,1	1,4	1,2	1,1	0,9
P/B	1,7	1,5	2,7	1,7	1,6	1,5	1,4
Données par action (€)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
<b>Bnpa</b>	<b>0,34</b>	<b>1,05</b>	<b>1,07</b>	<b>0,42</b>	<b>0,83</b>	<b>1,08</b>	<b>1,64</b>
Book value/action	14,5	15,4	16,3	16,2	16,8	17,9	19,7
Dividende /action	0,30	0,34	0,34	0,17	0,16	0,14	0,19

**Système de recommandations :**

Les recommandations d'EuroLand Corporate portent sur les douze prochains mois et sont définies comme suit :

**Achat** : Potentiel de hausse du titre supérieur à 15% en absolu par rapport au cours actuel, assorti d'une qualité des fondamentaux.

**Accumuler** : Potentiel de hausse du titre compris entre 0% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.

**Neutre** : Potentiel du titre compris entre -5% et +5% en absolu par rapport au cours actuel.

**Alléger** : Potentiel de baisse du titre compris entre 0% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.

**Vente** : Potentiel de baisse du titre supérieur à 15% en absolu par rapport au cours actuel, valorisation excessive.

**Sous revue** : La recommandation est sous revue en raison d'une opération capitalistique (OPA / OPE / Augmentation de capital...), d'un changement d'analyste ou d'une situation de conflit d'intérêt temporaire entre Euroland Corporate et l'émetteur.

**Historique de recommandations depuis 12 mois:**

**Achat**: Depuis le 12/05/2022

**Accumuler**:

**Neutre** : (-)

**Alléger** : (-)

**Vente** : (-)

**Sous revue** : (-)

**Méthodes d'évaluation :**

**Ce document peut évoquer des méthodes d'évaluation dont les définitions résumées sont les suivantes :**

1/ Méthode des comparaisons boursières : les multiples de valorisation de la société évaluée sont comparés à ceux d'un échantillon de sociétés du même secteur d'activité, ou d'un profil financier similaire. La moyenne de l'échantillon établit une référence de valorisation, à laquelle l'analyste ajoute le cas échéant des décotes ou des primes résultant de sa perception des caractéristiques spécifiques de la société évaluée (statut juridique, perspectives de croissance, niveau de rentabilité...).

2/ Méthode de l'ANR : l'Actif Net Réévalué est une évaluation de la valeur de marché des actifs au bilan d'une société par la méthode qui apparaît la plus pertinente à l'analyste.

3/ Méthode de la somme des parties : la somme des parties consiste à valoriser séparément les activités d'une société sur la base de méthodes appropriées à chacune de ces activités puis à les additionner.

4/ Méthode des DCF : la méthode des cash-flows actualisés consiste à déterminer la valeur actuelle des liquidités qu'une société dégagera dans le futur. Les projections de cash flows sont établies par l'analyste en fonction de ses hypothèses et de sa modélisation. Le taux d'actualisation utilisé est le coût moyen pondéré du capital, qui représente le coût de la dette de l'entreprise et le coût théorique des capitaux propres estimés par l'analyste, pondérés par le poids de chacune de ces deux composantes dans le financement de la société.

5/ Méthode des multiples de transactions : la méthode consiste à appliquer à la société évaluée les multiples observés dans des transactions déjà réalisées sur des sociétés comparables.

6/ Méthode de l'actualisation des dividendes : la méthode consiste à établir la valeur actualisée des dividendes qui seront perçus par l'actionnaire d'une société, à partir d'une projection des dividendes réalisée par l'analyste et d'un taux d'actualisation jugé pertinent (généralement le coût théorique des fonds propres).

7/ Méthode de l'EVA : la méthode "Economic Value Added" consiste à déterminer le surcroît annuel de rentabilité dégagé par une société sur ses actifs par rapport à son coût du capital (écart également appelé "création de valeur"). Ce surcroît de rentabilité est ensuite actualisé pour les années à venir avec un taux correspondant au coût moyen pondéré du capital, et le résultat obtenu est ajouté à l'actif net comptable.

**DETECTION DE CONFLITS D'INTERETS POTENTIELS**

Corporate Finance	Intérêt personnel de l'analyste	Détention d'actifs de l'émetteur	Communication préalable à l'émetteur	Contrat de liquidité	Contrat Eurovalue*
Non	Non	Non	Oui	Non	Oui

**« Disclaimer / Avertissement »**

La présente étude a été préparée par EuroLand Corporate indépendamment de Wedia (la « Société ») et est diffusée à titre purement informatif.

Cette étude ne constitue ni ne fait partie d'aucune offre de cession ou de souscription de titres ni d'aucune invitation à une offre d'achat ou de souscription de titres. Ni la présente étude, ni une quelconque partie de cette étude, ne constitue le fondement d'un quelconque contrat ou engagement, et ne doit être utilisé à l'appui d'un tel contrat ou engagement ou constituer une incitation pour conclure un tel contrat ou engagement.

Toutes opinions, prévisions, projections et/ou estimations éventuellement formulées dans ce document sont entièrement celles d'EuroLand Corporate et sont données dans le cadre de ses activités usuelles de recherche et ne doivent pas être considérées comme ayant été autorisées ou approuvées par toute autre personne.

Toutes opinions, prévisions, projections et/ou estimations éventuellement contenues dans cette étude reflètent le jugement d'EuroLand Corporate à la date à laquelle elle est publiée, et il ne peut être garanti que les résultats ou événements futurs soient en ligne avec ces opinions, prévisions, projections et/ou estimations. Ces opinions, prévisions, projections et/ou estimations peuvent faire l'objet de modifications par la suite sans préavis ni notification, leur exactitude n'est pas garantie et elles peuvent être incomplètes ou synthétisées. Ce document peut donc ne pas contenir toutes les informations relatives à la Société.

EuroLand Corporate attire l'attention du lecteur sur le fait que dans le respect de la réglementation en vigueur, il peut arriver que ses dirigeants ou salariés possèdent à titre personnel des valeurs mobilières ou des instruments financiers susceptibles de donner accès aux valeurs mobilières émises par la Société, sans que ce fait soit de nature à remettre en cause l'indépendance d'EuroLand Corporate dans le cadre de l'établissement de cette étude.

Tout investisseur doit se faire son propre jugement quant à la pertinence d'un investissement dans une quelconque valeur mobilière émise par la Société, en tenant compte des mérites et des risques qui y sont associés, de sa propre stratégie d'investissement et de sa situation légale, fiscale et financière.

EuroLand Corporate n'a pas vérifié de manière indépendante les informations fournies dans cette étude. A ce titre, aucune déclaration ou garantie, implicite ou explicite, n'est donnée quant à la sincérité, l'exactitude, l'exhaustivité ou la véracité des informations, opinions, prévisions, projections et/ou estimations contenues dans la présente étude. EuroLand Corporate, ni aucun de ses membres, dirigeants, employés ou conseillers, ni toute autre personne n'accepte d'être tenu d'une quelconque responsabilité (en raison d'une négligence ou autrement) pour tout préjudice de quelque nature que ce soit qui résulterait de l'utilisation de la présente étude, de son contenu, de son exactitude, de toute omission dans la présente étude, ou encore lié d'une quelconque manière à la présente étude.

La présente étude ne peut être reproduite, communiquée ou diffusée, directement ou indirectement, dans son intégralité ou en partie, de quelque façon que ce soit sans l'accord d'EuroLand Corporate.

Ce document ne peut être diffusé auprès de personnes soumises à certaines restrictions. Ainsi, en particulier, au Royaume-Uni, ce document s'adresse uniquement aux personnes qui (i) sont des professionnels en matière d'investissements au sens de l'article 19(5) du Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 (tel qu'actuellement en vigueur, ci-après le « Financial Promotion Order »), (ii) sont visées à l'article 49(2) (a) à (d) (« high net worth companies, unincorporated associations etc. ») du Financial Promotion Order, (iii) sont en dehors du Royaume-Uni, ou (iv) sont des personnes à qui une invitation ou une incitation à s'engager dans des activités d'investissement (au sens de la section 21 du Financial Services and Markets Act 2000) dans le cadre de l'émission ou de la cession de toutes valeurs mobilières peut être légalement communiquée, directement ou indirectement (toutes ces personnes étant dénommées ensemble, les « Personnes Habilitées »). Ce document s'adresse uniquement aux Personnes Habilitées et ne peut être utilisé par aucune personne autre qu'une Personne Habilitée. Toute personne autre qu'une Personne Habilitée doit s'abstenir d'utiliser ou de se fonder sur le présent document et les informations qu'il contient.

Ni ce document ni aucune copie de celui-ci ne peut être transmis ou distribué aux Etats-Unis d'Amérique, ou être distribués, directement ou indirectement, aux Etats-Unis d'Amérique. Tout manquement à cette restriction peut constituer une violation de la réglementation boursière des Etats-Unis d'Amérique.

Ni le présent document ni aucune copie de celui-ci ne peut être transmis ou distribué au Canada, en Australie, ou au Japon. La distribution du présent document dans d'autres juridictions peut constituer une violation des dispositions légales et réglementaires en vigueur. Les personnes entrant en possession de ce document doivent s'informer et se conformer à ces lois et règlements. En acceptant de recevoir cette note de recherche, vous acceptez d'être lié par les restrictions visées ci-dessus."

**EuroLand Corporate**  
17 avenue George V  
75008 Paris  
01 44 70 20 80