

Capitalisation (M€)	1 161,7	Ticker	OVH.PA / OVH.FP	Cloud Computing
Objectif de cours	10,20 €	Nb de titres (en millions)	151,7	
Cours au 08/01/2026	7,66 €	Volume moyen 12m (titres)	135 350	Flash valeur
Potentiel	33,2%	Extrêmes 12m (€)	5,19€/14,64€	09/01/2026

## T1 2026 en ligne, guidances confirmées

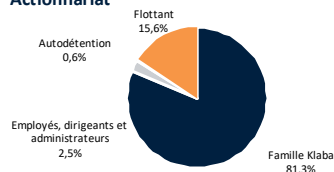
### A retenir

- Le chiffre d'affaires T1 FY 2026 s'est établi à 275,3M (+6,0% LFL)
- Les objectifs FY 2026 sont maintenus
- Une cible de 2Mds€ de CA à long terme est introduite

Données financières (en M€)				
au 31/11/2025	2025	2026e	2027e	2028e
CA	1 085	1 156	1 252	1 362
var %	9,2%	6,5%	8,3%	8,8%
EBE	421,3	457,1	505,1	553,7
% CA	38,8%	39,6%	40,4%	40,7%
ROC	66,9	87,3	117,1	138,3
% CA	6,2%	7,6%	9,4%	10,2%
RN	0,4	30,7	50,6	60,6
% CA	0,0%	2,7%	4,0%	4,4%
Bnpa (€)	0,00	0,20	0,33	0,40
ROCE (%)	3,9%	5,2%	7,0%	8,5%
ROE (%)	1,4%	52,1%	46,2%	35,6%
Gearing (%)	4491%	2139%	1127%	708%
Dette nette (ex IFRS16)	1 116	1 076	1 010	930
Dividende n (€)	0,0	0,0	0,0	0,0
Yield (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

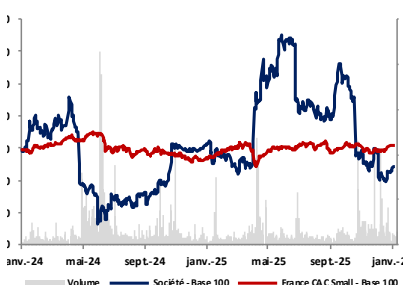
Multiples de valorisation				
	2025	2026e	2027e	2028e
VE/CA (x)	2,8	2,1	1,8	1,6
VE/EBE (x)	7,3	5,2	4,5	4,0
VE/ROC (x)	45,7	27,2	19,6	16,0
P/E (x)	ns	37,8	23,0	19,2

### Actionnariat



### Performances boursières

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	5,1%	13,0%	-34,9%	-7,0%



### Publication du chiffre d'affaires T1 FY2026

OVHcloud a publié jeudi matin un chiffre d'affaires T1 FY26 de 275,3M€, en hausse de +4,5% y/y (+6,0% hors effet de change), légèrement supérieur au consensus de 274,6M€. Le Cloud privé progresse de +1,7% (+4,0% LFL), le Cloud public affiche +15,7% (+15,8% LFL) et le Web cloud se maintient à +2,2% (+2,3% LFL). La direction a maintenu ses objectifs pour FY2026 et introduit par ailleurs une nouvelle ambition : celle d'atteindre 2 Mds€ de chiffre d'affaires annuel à un horizon encore indéterminé.

### Cloud privé en voie de normalisation, Cloud public toujours moteur

**Sur le Cloud privé**, le chiffre d'affaires atteint 167,2M€ (+4,0% LFL). Le segment, qui reste le principal point d'attention du marché, poursuit sa décroissance séquentielle comme anticipé (168M€ au T4 FY25 et 169,3M€ au T3).

Le Hosted private cloud reste contrasté. Le churn demeure élevé chez les Scalars (ARR > 25 k€), qui cherchent à réduire leurs coûts dans un contexte de hausse des licences VMware. À l'inverse, les Starters (ARR < 25 k€) montrent les premiers signes de réengagement soutenus par l'adoption croissante de Public VCF, une solution de virtualisation permettant de partager les mêmes infrastructures entre plusieurs clients. Cette mutualisation améliore nettement l'attractivité sur les prix. Le Baremetal enregistre également une amélioration sur la clientèle Starters, soutenue par le repositionnement récent de l'offre. Le segment avait toutefois été affecté par un facteur conjoncturel lié au départ de deux clients Corporate importants, un événement ponctuel qui a pesé d'environ un point sur la croissance globale. Par ailleurs, le taux de rétention des revenus ressort à 105%, ce qui indique que les clients restants génèrent, au global, davantage de revenus que l'ensemble de la base un an plus tôt. Selon nous, cet élément contribue à limiter la portée réelle du mouvement de churn.

**Sur le Cloud public**, le chiffre d'affaires ressort à 58,2M€ (+15,8% LFL). La dynamique demeure solide en Europe et continue de soutenir la croissance, portée à la fois par la poursuite des initiatives de cross-selling auprès des grands comptes et par une traction particulièrement forte



sur les petits clients, en particulier sur les VPS où la demande dépasse actuellement l'offre. Le Web cloud maintient pour sa part un rythme de croisière stable, avec une croissance LFL de +2,3%, en ligne avec son historique récent.

**Géographiquement**, l'international (52% du CA), progresse de +3,6 %. Cette croissance reste inférieure à celle de la France (+5,3%), en raison d'une Europe en légère décroissance séquentielle (79,3M€ contre 80,9M€ au T4), liée à la perte de clients Corporate dans le Cloud privé. Le lancement du data center 3AZ en Italie en 2025 affiche toutefois un démarrage encourageant, en particulier sur le Cloud public. Dans le reste du monde hors France et Europe, la croissance affiche +4,0% (+10,5% hors effet de change), avec des premiers signaux positifs de conversion des clients américains, historiquement consommateurs d'infrastructure privée OVHcloud, vers les offres de Cloud public.

#### Perspectives et estimations

En marge de la publication, le groupe a confirmé l'ensemble de ses guidances, à savoir une croissance organique du chiffre d'affaires comprise entre +5% et +7%, une marge d'EBITDA ajustée supérieure à celle de FY2025, un niveau de capex représentant 30% à 32% des revenus et un levered free cash-flow positif.

Après un trimestre conforme à nos attentes, nous maintenons nos estimations de chiffre d'affaires et d'EBITDA pour l'exercice 2026. Nous considérons que le point bas du Cloud privé a été atteint, tandis que les efforts du management pour réengager la clientèle Starters commencent à produire leurs premiers effets, même si ceux-ci ne se traduisent pas encore pleinement dans les chiffres. Cela devrait soutenir un rebond au S2, porté par l'accélération des Starters sur le Baremetal et sur le Public VCF. À plus long terme, nous estimons que l'adoption progressive des clients Scalers et Corporate sur Nutanix et OPCP (On-Premise Cloud), en alternative à VMware, renforcera également la dynamique.

Pour rappel, nous anticipons des revenus 2026e en croissance de +6,5%. Notre prévision d'EBE 2026 (457,1M€) implique une marge de 39,6 %, en légère amélioration par rapport aux 38,8 % de 2025.

#### Recommandation

À l'issue de cette publication, nous restons à Achat sur le titre maintenons notre objectif de cours à 10,2€. Ce dernier correspond à un upside de +33,2% sur le cours actuel.



## Présentation de la société

Fondée en 1999 par Octave Klaba, OVHCloud s'est comme le champion européen du cloud computing. Cotée depuis 2021, la société reste majoritairement contrôlée par la famille fondatrice, qui détient plus de 80 % du capital. Le groupe exploite aujourd'hui 44 data centers répartis sur quatre continents, hébergeant environ 500 000 serveurs et desservant près de 1,6 million de clients dans plus de 140 pays. Son offre couvre l'ensemble de la chaîne de valeur du cloud. Cette gamme lui permet de répondre aux besoins d'une clientèle variée.

## Argumentaire d'investissement

### Une montée en gamme vers le PaaS

Au-delà de son activité historique d'infrastructure (IaaS), OVHCloud accélère sa transformation pour devenir également un fournisseur de plateformes (PaaS). L'objectif est d'offrir plus de valeur et d'élargir sa présence dans la chaîne des services cloud, en ciblant des segments à meilleure marge. Le groupe propose désormais des solutions de cloud public simples et rapides à utiliser, destinées aux PME et aux nouveaux entrants recherchant flexibilité sans expertise technique poussée. Le PaaS, encore limité à 20 % des revenus du cloud public, constitue un relais de croissance clé à moyen terme.

### Une internationalisation accélérée

Présent dans 9 pays, OVHCloud renforce sa présence aux États-Unis, avec plus de dix sites et de nouvelles capacités pour répondre à la demande croissante en calcul liée à l'IA, notamment en CPU et GPU d'entrée de gamme. Le groupe y génère plus de 100 M€ de revenus. Il accélère aussi en Asie, avec une implantation à Singapour, en Inde et en Australie. La dynamique internationale se confirme avec une croissance de +14,3 % dans le "reste du monde", supérieure à celle de la France (+7,3 %) et de l'Europe (+8,8 %).

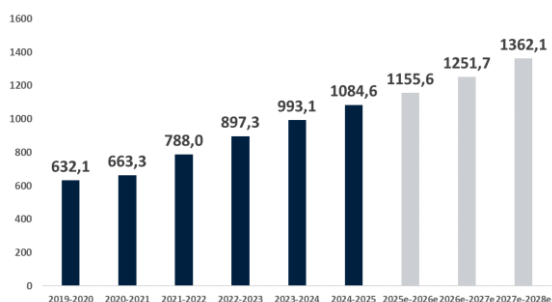
### Une expansion dans le cloud privé

OVHCloud renforce son socle historique : le cloud privé, qui affiche une croissance annuelle de +8,5 % LFL. Malgré la hausse des licences VMware, pénalisant les petits acteurs, ce segment reste stratégique, notamment en Europe où les enjeux de souveraineté sont renforcés face au Cloud Act américain. Le groupe consolide sa base traditionnelle et progresse dans les secteurs régulés comme la santé et le secteur public, soutenus par des exigences de conformité (SecNumCloud, HDS). Il accompagne aussi la migration des environnements on-premise vers des architectures hybrides et privées.

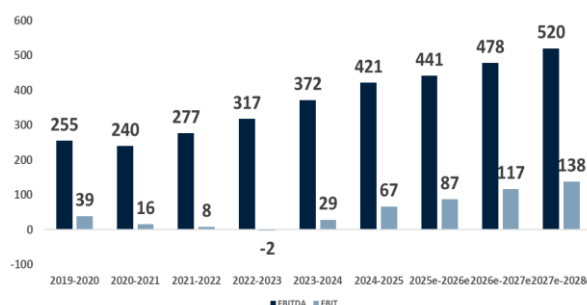
## Multiples de valorisation des comparables

Société	Capitalisation	Dettes nettes	VE	EV/sales			EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
				2026e	2027e	2028e	2026e	2027e	2028e	2026e	2027e	2028e	2026e	2027e	2028e
IBM	244 705,1	28 006,8	272 711,9	4,8x	4,5x	4,4x	17,3x	16,5x	16,0x	23,1x	22,1x	20,9x	26,6x	24,3x	22,7x
Akamai Technologies, Inc.	9 009,7	1 205,4	10 215,1	2,8x	2,7x	2,5x	6,6x	6,4x	5,8x	9,6x	9,4x	8,6x	10,2x	9,9x	9,0x
IONOS Group SE	4 165,0	348,9	4 513,9	3,1x	2,9x	2,7x	9,2x	8,3x	7,5x	11,9x	10,5x	9,4x	18,3x	15,0x	13,0x
DigitalOcean Holdings, Inc.	3 090,6	804,1	3 894,7	5,1x	4,3x	3,6x	12,4x	11,0x	9,1x	18,0x	16,3x	13,0x	16,9x	16,9x	13,1x
Rackspace Technology, Inc.	318,0	2 583,4	2 901,4	1,3x	1,2x	1,2x	12,6x	10,8x	8,4x	28,9x	22,0x	14,5x	ns	ns	ns
DHH S.p.A	120,5	-3,6	116,9	2,8x	2,4x	2,3x	8,6x	7,4x	6,9x	14,2x	12,0x	11,1x	26,4x	22,2x	19,7x
Moyenne	43 568,1	5 490,8	49 059,0	3,3x	3,0x	2,8x	11,1x	10,1x	9,0x	17,6x	15,4x	12,9x	19,6x	17,7x	15,5x
Médiane	3 627,8	1 004,7	4 204,3	3,0x	2,8x	2,6x	10,8x	9,5x	8,0x	16,1x	14,2x	12,0x	18,3x	16,9x	13,1x

## Estimation de chiffre d'affaires (en M€)



## Estimation d'EBIT et EBITDA en M€



Compte de résultat (M€)	2022-2023	2023-2024	2024-2025	2025e-2026e	2026e-2027e	2027e-2028e
Chiffre d'affaires	897,3	993,1	1084,6	1155,6	1251,7	1362,1
Excédent brut d'exploitation	317,4	372,0	421,3	457,1	505,1	553,7
Résultat opérationnel courant	-1,7	28,9	66,9	87,3	117,1	138,3
Résultat opérationnel	-12,0	25,7	69,4	90,1	120,1	141,6
Résultat financier	-28,4	-32,1	-65,1	-56,0	-60,7	-66,1
Impôts	0,1	-3,9	-3,9	-3,3	-8,8	-14,9
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat net part du groupe	-40,3	-10,3	0,4	30,7	50,6	60,6
Bilan (M€)	2022-2023	2023-2024	2024-2025	2025e-2026e	2026e-2027e	2027e-2028e
Actifs non courants	1419,4	1492,0	1531,6	1520,0	1507,5	1500,7
dont goodwill	44,0	59,7	59,1	59,1	59,1	59,1
BFR	-204,4	-209,6	-181,8	-194,0	-204,3	-216,1
Disponibilités + VMP	49,0	40,9	41,9	96,4	186,8	299,0
Capitaux propres	411,0	393,0	28,2	58,9	109,5	170,1
Emprunts et dettes financières	799,4	877,0	1308,4	1308,4	1325,4	1358,4
Total Bilan	1602,6	1669,8	1702,3	1753,6	1842,8	1961,1
Tableau de flux (M€)	2022-2023	2023-2024	2024-2025	2025e-2026e	2026e-2027e	2027e-2028e
Marge brute d'autofinancement	309,5	377,6	421,7	400,5	438,6	476,0
Variation de BFR	29,1	2,8	1,0	12,2	10,3	11,8
Flux nets de trésorerie généré par l'activité	338,7	380,3	422,7	412,7	448,9	487,8
CAPEX nets	-357,8	-343,1	-361,4	-358,2	-375,5	-408,6
FCF	-19,1	37,2	61,3	54,5	73,4	79,2
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	89,4	49,3	382,3	0,0	17,0	33,0
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés au financement	41,8	-7,1	-58,0	0,0	17,0	33,0
Variation de trésorerie	12,8	-8,1	-1,4	54,5	90,4	112,2
Ratios (%)	2022-2023	2023-2024	2024-2025	2025e-2026e	2026e-2027e	2027e-2028e
Variation chiffre d'affaires	13,9%	10,7%	9,2%	6,5%	8,3%	8,8%
Marge EBE	35,4%	37,5%	38,8%	39,6%	40,4%	40,7%
Marge opérationnelle courante	-0,2%	2,9%	6,2%	7,6%	9,4%	10,2%
Marge opérationnelle	-1,3%	2,6%	6,4%	7,8%	9,6%	10,4%
Marge nette	-4,5%	-1,0%	0,0%	2,7%	4,0%	4,4%
CAPEX (% CA)	39,9%	34,6%	33,3%	31,0%	30,0%	30,0%
BFR (% CA)	-22,8%	-21,1%	-16,8%	-16,8%	-16,3%	-15,9%
ROCE	-0,1%	1,7%	3,7%	4,9%	6,7%	8,1%
ROCE hors GW	-0,1%	1,8%	3,9%	5,2%	7,0%	8,5%
ROE	-9,8%	-2,6%	1,4%	52,1%	46,2%	35,6%
Payout	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dividend yield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ratios d'endettement	2022-2023	2023-2024	2024-2025	2025e-2026e	2026e-2027e	2027e-2028e
Gearing (%)	182,6%	212,7%	4491,1%	2057,6%	1039,7%	622,8%
Dettes nette/EBE	2,4	2,2	3,0	2,7	2,3	1,9
EBE/charges financières	15,2	12,4	9,7	8,3	8,5	8,6
Valorisation	2022-2023	2023-2024	2024-2025	2025e-2026e	2026e-2027e	2027e-2028e
Nombre d'actions (en millions)	190,5	190,5	190,5	151,7	151,7	151,7
Nombre d'actions moyen (en millions)	190,5	190,5	190,5	151,7	151,7	151,7
Cours (moyenne annuelle en euros)	12,0	7,7	9,4	7,5	7,5	7,5
(1) Capitalisation boursière moyenne	2 286,5	1 472,9	1 791,1	1 138,9	1 138,9	1 138,9
(2) Dette nette (+)/trésorerie nette (-)	750,4	836,0	1 266,5	1 212,0	1 138,6	1 059,4
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(4) Valeur des actifs financiers	-22,2	-10,2	-2,5	-2,5	-2,5	-2,5
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	3 014,7	2 298,7	3 055,1	2 348,4	2 275,0	2 195,8
VE/CA	3,4	2,3	2,8	2,0	1,8	1,6
VE/EBE	9,5	6,2	7,3	5,1	4,5	4,0
VE/ROC	ns	79,6	45,7	26,9	19,4	15,9
P/E	ns	ns	4 477,7	37,1	22,5	18,8
P/B	5,6	3,7	63,5	19,3	10,4	6,7
P/CF	6,8	3,9	4,2	2,8	2,5	2,3
FCF yield (%)	-0,6%	1,6%	2,0%	2,3%	3,2%	3,6%
Données par action (€)	2022-2023	2023-2024	2024-2025	2025e-2026e	2026e-2027e	2027e-2028e
Bnpa	-0,2	-0,1	0,0	0,2	0,3	0,4
Book value/action	2,2	2,1	0,1	0,4	0,7	1,1
Dividende /action	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0



**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 :**

Achat : depuis le 05/11/2025

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 <sup>®</sup>
Non	Non	Non	Oui	Non	Oui



## “Disclaimer / Avertissement”

La présente étude a été préparée par EuroLand Corporate indépendamment de OVHcloud (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

