EuroLand Corporate

Unidata

Achat

Capitalisation (M€)	89,6	Ticker	Euronext Milan	Télécommunications
Objectif de cours	4,1	Nb de titres (en millions)	30,9	
Cours au 23/11/2026	2,90 €	Volume moyen 12m (titres	56 532	Flash valeur
Potentiel	41%	Extrêmes 12m (€)	2,68€/3,58€	24/11/2026

Unidata – plan 2027-2029: des objectifs confirmés

A retenir

- Confirmation des objectifs 2027-2028 et présentation des nouvelles ambitions 2029
- L'amélioration des marges et le désendettement restent au cœur de la thèse d'investissement
- Objectif de cours maintenu à 4,1€ et estimations inchangées à ce stade

Données financières (en M€)

au 31/12	2025	2026e	2027e	2028e
CA	109,5	110,5	125,0	133,0
var %	*8,1%*	*0,9%*	*13,1%*	*6,4%*
EBE ajusté	29,4	28,5	31,5	33,6
% CA	*26,8%*	*25,8%*	*25,2%*	*25,2%*
ROC	14,7	13,8	15,3	16,5
% CA	*13,4%*	*12,5%*	*12,2%*	*12,4%*
RN	7,0	6,5	7,5	8,3
% CA	*6,4%*	*5,9%*	*6,0%*	*6,2%*
Bnpa (€)	0,23	0,21	0,24	0,27
ROCE (%)	9,4%	8,3%	8,8%	9,2%
ROE (%)	8,1%	7,0%	7,5%	7,7%
Gearing (%)	43,8%	42,4%	36,4%	29,5%
Dette nette	38,0	39,4	36,4	31,9
Dividende n (€)	0,0	0,0	0,0	0,0
Yield (%)	0,3%	0,5%	0,4%	0,3%

Multiples de valorisation

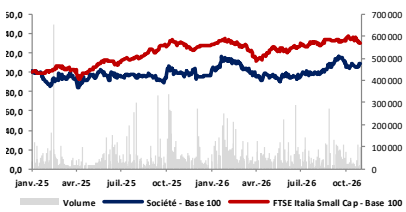
	2025	2026e	2027e	2025
VE/CA (x)	1,0	1,0	0,9	0,8
VE/EBE (x)	3,7	4,0	3,4	3,0
VE/ROC (x)	7,5	8,3	7,1	6,2
P/E (x)	12,6	14,9	12,9	11,7

Actionnariat



Performances boursières

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	0,3%	-7,1%	-5,4%	-1,7%



Plan stratégique 2027-2029

Unidata a présenté hier son plan stratégique étendu à 2029. Le management a confirmé ses objectifs 2027 et 2028, initialement communiqués en décembre 2025, et dévoilé ses ambitions à horizon 2029 : un CA compris entre 142 et 145 M€, un EBITDA ajusté de 36 à 38 M€, soit une marge de c.26%, des capex cumulés de 58 M€ sur la période 2027-2029 et un endettement net compris entre 18 et 20 M€.

Les orientations stratégiques restent inchangées, avec la poursuite de la transformation du groupe de TelCo en TechCo, un accent mis sur le B2B et les services ICT ainsi qu'une expansion géographique au-delà du Latium et de la Lombardie.

Unidata – 2027–2029 Business Plan: objectifs financiers

€m	2027e	2028e	2029e
Revenue	128-131	138-142	142-145
Revenue growth (%)	-	+8,1%	+2,5%
Adjusted EBITDA	30-32	33-35	36-38
Adjusted EBITDA margin (%)	24%	24%	26%
Net financial debt	34-36	26-28	18-20
Net debt / Adj. Ebitda (x)	1,1x	0,8x	0,5x

Source : Unidata, 2027–2029 Business Plan

Commentaires

Le management a maintenu ses objectifs 2027 (CA de 128-131 M€ et EBITDA ajusté de 30-32 M€), malgré le report d'une commande de 2026 à 2027 et l'obtention récente du contrat de 18 M€ auprès d'Areti, dont l'activité sera principalement concentrée en 2027. Selon nous, ces éléments renforcent la visibilité sur les objectifs communiqués plutôt qu'ils ne suggèrent un potentiel de dépassement à ce stade.

Renan Kerourio - Analyste - 01 44 70 20 96 - rkerourio@elcorp.com

Le management vise une marge d'EBITDA ajusté d'environ 24% en 2027 et 2028, avant un retour à 26% en 2029, sous l'effet de la diminution du poids des travaux d'infrastructure et de la montée en puissance des services ICT dans le mix d'activités. Sur la période 2025-2029, le groupe anticipe un TCAM de 7% de son CA et de 6% de son EBITDA ajusté, impliquant une marge en 2029 toujours inférieure à celle enregistrée en 2025 (27%). Le plan suppose également une nette accélération de l'activité Retail, portée par les services ICT.

L'endettement net devrait passer de 37-39 M€ en 2026 à 18-20 M€ en 2029, malgré des capex annuels moyens de 19 M€ sur la période 2027-2029, contre 14,2 M€ en 2025. À ces investissements s'ajouteront les apports en fonds propres restant à réaliser dans les coentreprises d'infrastructure. Le management table notamment sur le recouvrement des créances échues pour soutenir cette trajectoire de désendettement.

Le plan identifie également plusieurs axes de croissance externe dans le cloud, la cybersécurité, les services managés, l'intégration de systèmes, l'IoT et l'IA, ainsi que des cibles susceptibles de renforcer le maillage commercial du groupe. Aucune enveloppe dédiée aux acquisitions ni aucune contribution financière spécifique n'ont toutefois été communiquées.

Perspectives et estimations

Nous maintenons à ce stade nos estimations, avec un CA 2027e et 2028e de respectivement 125 M€ et 133 M€, en deçà des objectifs du management. Nos prévisions d'EBITDA ajusté restent également inchangées à respectivement 32 M€ et 34 M€. Nous conservons par ailleurs une trajectoire de désendettement plus prudente, avec une dette nette attendue à 32 M€ en 2028e, contre un objectif de 26-28 M€ pour le management. Nous attendons davantage de visibilité sur le recouvrement des créances et le calendrier des investissements avant de revoir nos hypothèses.

Recommandation

Suite à cette publication, nous réitérons notre recommandation Achat, avec un objectif de cours de 4,1 €.

Renan Kerourio - Analyste - 01 44 70 20 96 - rkerourio@elcorp.com

Profil de la société

Fondé en 1985 à Rome et toujours dirigé par ses trois fondateurs, Unidata est un opérateur italien de télécommunications et d'infrastructures numériques coté sur Euronext STAR Milan. Le groupe combine un réseau fibre dense à Rome et dans le Latium, des services cloud, data center et IoT, et une présence nationale B2B renforcée par l'acquisition de TWT en 2023. La montée en puissance des services ICT, la valorisation progressive de ses coentreprises (Unifiber, Unitirreno, UniCenter) et le désendettement constituent les principaux catalyseurs de sa transition de « TelCo » vers « TechCo ».

Thèse d'investissement

Un socle TelCo récurrent qui finance la bascule vers la TechCo. Fondé en 1985 et toujours contrôlé par ses fondateurs, Unidata s'appuie sur un réseau fibre dense à Rome et dans le Latium, sur un marché où la FTTH gagne rapidement du terrain (+19,6 % d'accès en 2025) et où les opérateurs alternatifs progressent. Ce socle de connectivité, élargi au niveau national par l'acquisition de TWT, sert de plateforme de vente croisée : le plan 2026-2028 vise une part des services ICT (cloud, data center, cybersécurité) portée d'environ 8 % à 18 % du chiffre d'affaires.

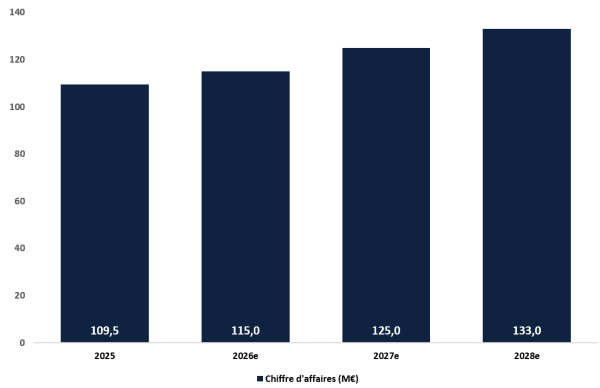
Une optionalité sur les JV que le marché ne valorise pas. Unifiber (fibre), Unitirreno (câble sous-marin opérationnel depuis novembre 2025) et UniCenter (data center Tier IV de 20 MW à Rome) représentent environ 225 M€ d'investissements, pour environ 20 M€ apportés à date par Unidata. Mises en équivalence, ces participations n'apparaissent ni dans l'EBITDA ni dans la dette nette, et ne sont retenues qu'à leur valeur comptable dans notre objectif de cours.

Un désendettement progressif et une valorisation décotée. Nous anticipons une dette nette ramenée de 43,9 M€ à fin juin 2026 à 31,6 M€ en 2028e, soit 1,0x l'EBITDA ajusté, sur une dette à taux fixe. À 3,6x l'EV/EBITDA 2027e contre 6,0x pour ses comparables, le titre ne reflète ni l'évolution du mix ni la valeur des actifs détenus via les JV.

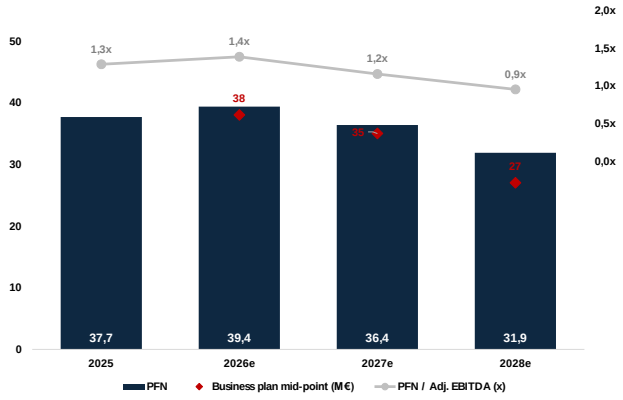
Multriples de valorisation des comparables

				EV/sales			EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
Société	**Capitalisation (€M)**	**Dette nette**	**VE**	**FY1**	**FY2**	**FY3**	**FY1**	**FY2**	**FY3**	**FY1**	**FY2**	**FY3**	**FY1**	**FY2**	**FY3**
Intred SpA	137	38	176	2,9x	2,8x	2,6x	6,4x	5,9x	5,3x	12,6x	11,5x	9,9x	15,7x	13,6x	11,6x
Planetel S.p.A.	26	18	44	1,0x	0,9x	0,8x	4,4x	3,7x	3,2x	11,6x	10,0x	7,6x	17,0x	12,8x	8,0x
Convergenze SpA Societa Benefit	12	4	17	0,6x	0,5x	0,5x	3,3x	2,8x	2,6x	6,0x	4,6x	4,0x	8,0x	5,7x	4,9x
Orange SA	38 757	39 473	78 230	1,7x	1,6x	1,6x	5,0x	4,7x	4,5x	10,4x	11,0x	10,2x	8,2x	11,4x	10,5x
WIIT SpA	748	226	974	5,8x	5,3x	5,0x	13,6x	12,2x	11,2x	25,9x	21,0x	18,3x	48,3x	31,5x	25,8x
DHH S.p.A	126	-1	125	2,4x	2,0x	1,8x	8,3x	7,0x	6,2x	15,7x	12,7x	10,9x	29,3x	22,6x	19,0x
Moyenne	**6 634,4**	**6 626,5**	**13 260,9**	**2,4x**	**2,2x**	**2,0x**	**6,8x**	**6,0x**	**5,5x**	**13,7x**	**11,8x**	**10,2x**	**21,1x**	**16,3x**	**13,3x**
Médiane	**131,6**	**28,4**	**150,4**	**2,1x**	**1,8x**	**1,7x**	**5,7x**	**5,3x**	**4,9x**	**12,1x**	**11,3x**	**10,1x**	**16,4x**	**13,2x**	**11,0x**

Estimations du CA 2025-2028e, (M€)



Estimations de la PFN 2025-2028e, (M€)



Renan Kerourio - Analyste - 01 44 70 20 96 - rkerourio@elcorp.com

Compte de résultat (M€)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Chiffre d'affaires	37	51	93	101	110	111	125	133
EBE Ajusté	14	18	24	30	29	28	32	34
Résultat opérationnel courant	**9**	**11**	**12**	**16**	**15**	**14**	**15**	**16**
Résultat opérationnel	9	11	12	16	15	14	15	16
Résultat financier	0	0	-3	-3	-2	-4	-4	-4
Impôts	-1	-3	-3	-4	-4	-3	-4	-4
Mise en équivalence	0	0	0	-1	-2	0	0	0
Part des minoritaires	0	0	0	0	0	0	0	0
Résultat net part du groupe	**8**	**8**	**7**	**9**	**7**	**7**	**8**	**8**
Bilan (M€)	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**	**2026e**	**2027e**	**2028e**
Actifs non courants	46	57	139	143	145	150	155	159
dont goodwill	0	0	38	38	38	38	38	38
BFR	-1	1	-8	-8	-3	-1	-2	-2
Disponibilités + VMP	**8**	**13**	**13**	**5**	**25**	**24**	**27**	**31**
Capitaux propres	29	37	65	73	87	93	100	108
PFN	2	9	48	44	38	39	36	32
Total Bilan	**78**	**102**	**184**	**186**	**214**	**221**	**234**	**246**
Tableau de flux (M€)	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**	**2026e**	**2027e**	**2028e**
Marge brute d'autofinancement	12	28	21	26	20	19	21	23
Variation de BFR	-5	-6	1	-2	0	-2	1	0
Flux nets de trésorerie généré par l'activité	**7**	**22**	**22**	**23**	**20**	**17**	**22**	**23**
CAPEX nets	-14	-11	-18	-12	-14	-13	-15	-16
FCF	**-7**	**11**	**4**	**11**	**7**	**3**	**7**	**7**
Augmentation de capital	0	0	12	0	0	0	0	0
Variation emprunts	1	11	37	-8	15	0	0	0
Dividendes versés	0	0	0	0	0	0	0	0
Flux nets de trésorerie liés au financement	**2**	**11**	**48**	**-16**	**14**	**0**	**0**	**0**
Variation de trésorerie	-3	4	0	-8	20	-1	3	5
Ratios (%)	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**	**2026e**	**2027e**	**2028e**
Variation chiffre d'affaires		38,8%	81,6%	8,6%	8,1%	0,9%	13,1%	6,4%
Marge EBE	38,1%	35,5%	26,1%	29,3%	26,8%	25,8%	25,2%	25,2%
Marge opérationnelle courante	**24,6%**	**20,9%**	**13,2%**	**15,7%**	**13,4%**	**12,5%**	**12,2%**	**12,4%**
Marge opérationnelle	24,6%	20,9%	13,2%	15,7%	13,4%	12,5%	12,2%	12,4%
Marge nette	21,2%	14,6%	7,2%	8,4%	6,4%	5,9%	6,0%	6,2%
CAPEX (% CA)	37,6%	21,7%	18,8%	11,8%	12,5%	12,0%	12,0%	12,0%
BFR (% CA)	-3,1%	2,5%	-8,6%	-7,7%	-3,0%	-0,9%	-1,3%	-1,3%
ROCE	13,6%	12,4%	6,3%	7,9%	6,9%	6,2%	6,7%	7,0%
ROCE hors GW	**13,6%**	**12,4%**	**8,8%**	**11,0%**	**9,4%**	**8,3%**	**8,8%**	**9,2%**
ROE	27,0%	20,3%	10,4%	11,7%	8,1%	7,0%	7,5%	7,7%
Payout	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	4,4%	7,0%	5,0%	4,0%
Dividend yield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,3%	0,5%	0,4%	0,3%
Ratios d'endettement	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**	**2026e**	**2027e**	**2028e**
Gearing (%)	**12,2%**	**26,6%**	**74,4%**	**60,3%**	**43,8%**	**42,4%**	**36,4%**	**29,5%**
Dette nette/EBE	0,3	0,6	2,2	1,6	1,4	1,5	1,3	1,0
EBE/charges financières	49,7	236,6	7,6	8,9	14,9	6,6	7,3	7,8
Valorisation	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**	**2026e**	**2027e**	**2028e**
Nombre d'actions (en millions)	24,6	24,6	25,3	30,9	30,9	30,9	30,9	30,9
Nombre d'actions moyen (en millions)	24,6	24,6	25,3	30,9	30,9	30,9	30,9	30,9
Cours (moyenne annuelle en euros)	3,8	4,9	4,2	3,6	2,9	3,1	3,1	3,1
(1) Capitalisation boursière moyenne	92	121	105	111	88	97	97	97
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	4	10	48	44	38	39	36	32
(3) Valeur des minoritaires	0	0	0	0	0	0	0	0
(4) Valeur des actifs financiers	-2	-8	-14	-16	-17	-21	-25	-27
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	94	122	139	139	109	115	109	102
VE/CA	**2,5**	**2,4**	**1,5**	**1,4**	**1,0**	**1,0**	**0,9**	**0,8**
VE/EBE	6,6	6,7	5,7	4,7	3,7	4,0	3,4	3,0
VE/ROC	**10,3**	**11,4**	**11,4**	**8,7**	**7,5**	**8,3**	**7,1**	**6,2**
P/E	11,8	16,1	15,7	12,9	12,6	14,9	12,9	11,7
P/B	3,2	3,3	1,6	1,5	1,0	1,0	1,0	0,9
P/CF	13,6	5,5	4,8	4,7	4,4	5,8	4,4	4,2
FCF yield (%)	**-7,6%**	**8,8%**	**3,2%**	**8,2%**	**6,1%**	**3,0%**	**6,3%**	**7,0%**
Données par action (€)	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**	**2026**	**2027**	**2028**
Bnpa	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,3
Book value/action	**1,2**	**1,5**	**2,6**	**2,4**	**2,8**	**3,0**	**3,2**	**3,5**
Dividende /action	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Renan Kerourio - Analyste - 01 44 70 20 96 - rkerourio@elcorp.com

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 +5% 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 -5% 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 03/11/2026
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

Renan Kerourio - Analyste - 01 44 70 20 96 - rkerourio@elcorp.com

"Disclaimer / Avertissement"

La présente étude a été préparée par EuroLand Corporate indépendamment de Unidata (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 évènements 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 règlementation 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 règlementaires 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