

Achat

| | |
|--------------------------|---------------|
| Objectif de cours | 1,80 € |
| Cours au 23/09/2022 | 1,00 € |
| Potentiel | 81% |

Données valeur

| | |
|-------------------------------|--------------|
| MUN.PA / MUN:FP | |
| Euronext Paris | |
| Capitalisation (M€) | 29,0 |
| Nb de titres (en millions) | 29,09 |
| Volume moyen 12 mois (titres) | 34 895 |
| Extrêmes 12 mois | 0,98 € 140 € |

Performances boursières

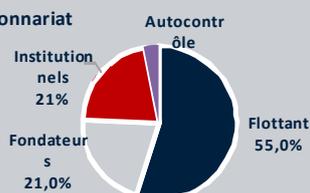
| | | | | |
|-------------------------|------------|-----------|-----------|------------|
| Performances (%) | Ytd | 1m | 3m | 12m |
| Perf. Absolue | -24,5% | -19,5% | -15,6% | -15,2% |
| PerfCAC Small | -25,4% | -12,5% | -7,3% | -25,1% |

Données financières (en M€)

| au 31/12 | 2021 | 2022e | 2023e | 2024e |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| CA | 122,1 | 130,5 | 139,0 | 148,1 |
| var % | 10,0% | 6,9% | 6,5% | 6,5% |
| EBE | 10,1 | 10,8 | 12,7 | 14,5 |
| % CA | 8,3% | 8,3% | 9,2% | 9,8% |
| ROC | 6,5 | 7,1 | 9,0 | 10,7 |
| % CA | 5,3% | 5,4% | 6,5% | 7,3% |
| RN | 2,9 | 3,3 | 4,6 | 5,7 |
| % CA | 2,4% | 2,5% | 3,3% | 3,8% |
| Bnpa (€) | 0,10 | 0,11 | 0,16 | 0,20 |
| ROCE (%) | 7% | 7% | 8% | 10% |
| ROE (%) | 6% | 6% | 8% | 9% |
| Gearing (%) | -7% | -6% | -8% | -11% |
| Dette nette | -3,7 | -3,4 | -4,6 | -7,5 |
| Dividende n (€) | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Yield (%) | - | | | |

Multiples de valorisation

| | 2021 | 2022e | 2023e | 2024e |
|------------|------|-------|-------|-------|
| VE/CA (x) | 0,3 | 0,3 | 0,2 | 0,2 |
| VE/EBE (x) | 3,3 | 3,1 | 2,6 | 2,1 |
| VE/ROC (x) | 5,2 | 4,8 | 3,6 | 2,8 |
| PE (x) | 12,3 | 10,7 | 7,8 | 6,2 |

Actionnariat**Des résultats décevants****Publication des résultats S1 2022**

Après avoir annoncé un CA S1 en hausse de 8,9% à 65,8 M€, Micropole publie des résultats semestriels en baisse : le ROC ressort à 2,7 M€ vs 3,0 M€ soit une MOC de 4,0% (-1,0 pt) et le RN est divisé par plus de deux fois à 0,9 M€ vs 2,2 M€. Ces résultats ne sont pas en ligne avec nos estimations.

L'international pèse sur la marge

Sur le S1, la MOC s'est dégradée de 1,3 pts par rapport au S1 2011 pour 3 raisons. 1/ Micropole observe sur les 6 premiers mois de l'année un niveau de congés ainsi que d'arrêts-maladies en forte augmentation qui impacte de 0,3 M€ le ROC. 2/ Nous assistons également à une baisse du taux d'emploi et du TJM en suisse, zone en croissance de 23,7% au S1. Cette contre-performance pèse sur le ROC à hauteur de 0,4 M€. Enfin, les tensions significatives sur les ressources humaines et l'inflation des salaires demeurent fortes. En effet, sur le S1, Micropole a recruté 160 collaborateurs, mais n'enregistre que 40 embauches nettes, traduisant les tensions actuelles sur le marché de l'emploi. De plus, le Groupe a connu un turnover significatif (env. 25%) et une augmentation de 4,4% des salaires. Finalement, le ROC ressort à 2,7 M€ (-10%) tandis que le RN ressort à 0,9 M€ (vs 2,2 M€) après la comptabilisation de charges non-courantes pour 0,5 M€. Ces charges concernent principalement les frais de déménagement de l'agence de Lyon.

Bilan

Au 30/06/2022, la trésorerie du groupe diminue à 10,9 M€ vs 23,3 M€ au 31.12.2021 impactée principalement par une variation de BFR de près de 11,2 M€, résultante d'un remboursement de dette Covid (3,1 M€) et d'un retard d'encaissement CIR. La dette nette ressort à 7,4 M€ soit un gearing de 14,0%.

Perspectives

Suite à cette publication, nous modifions nos prévisions 2022 afin de prendre en compte la dégradation des résultats S1 et des incertitudes régnant sur l'activité au S2. Nous tablons toujours sur un CA de 130,5 M€ en croissance de 6,6% nous ajustons cependant notre objectif de MOC 2022 qui ressort à 5,4% (vs 7,0% précédemment) impacté par un effet TJM/salaire moyen défavorable.

Recommandation

Après ajustement de notre scénario, notre objectif de cours demeure à 1,80 €. La valorisation actuelle nous semble toujours exagérément basse en dépit des performances contrastées. Le titre se paie 4,8x l'EBIT. Nous maintenons notre opinion à l'Achat.



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

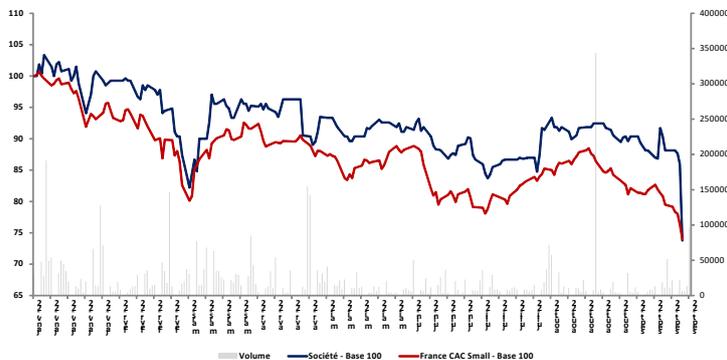


Retrouvez l'actualité boursière des small caps chaque jour dans votre boîte mail, gratuitement. [Inscription ici.](#)

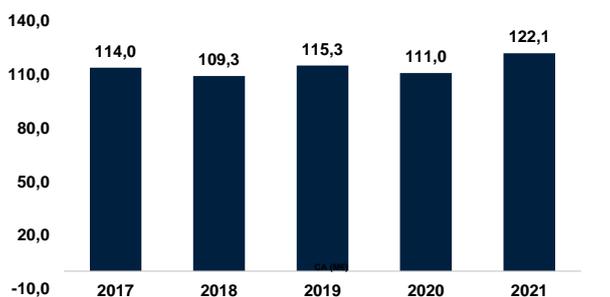
Présentation de la société

Créé en 1987, Micropole est un groupe international de conseil et technologies innovantes, spécialisé en Data&Digital. Sa stratégie commerciale s'articule autour de 3 offres majeures : 1/ Digital expérience des entreprises 2/ Data Intelligence & Performance (BI, dataming, analyse prédictive), 3/ Data Gouvernance & Data. Cette organisation permet non seulement de mieux adresser les problématiques auxquelles sont confrontées les entreprises mais aussi de couvrir les SMACS dans leur globalité. Présent en France et à l'international (Suisse, Belgique, Chine, Pays-Bas, Luxembourg et Espagne) avec 1 129 collaborateurs, Micropole accompagne une clientèle Grands comptes (dont 80 % des entreprises du CAC 40).

Evolution du cours (base 100)



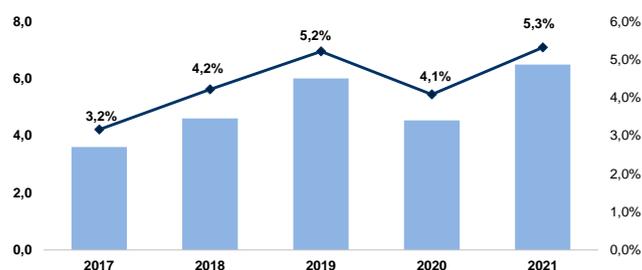
Evolution du chiffre d'affaires (en M€)



Argumentaire d'investissement

- L'évolution de l'offre.** Micropole a passé ces dernières années à structurer son offre autour de la data et du Digital tout en capitalisant sur l'effervescence autour du Cloud. L'évolution du mix d'activité devrait se refléter sur le plan boursier également.
- Amélioration des marges.** En parallèle de l'évolution de son offre, le management travaille depuis plusieurs mois à la rationalisation de ses coûts. Le Groupe devrait tendre progressivement vers des marges plus normatives dans le secteur autour de 7-8%.
- Une valorisation attractive.** Au-delà des éléments opérationnel, la valorisation constitue un point intéressant du dossier. Avec 50 M€ de capitaux propres pour une capitalisation de 38 M€, la société affiche une décote significative. De plus, avec un ROC attendu à plus de 7 M€ en 2022, la société se paie 4,8x contre 11,3x pour le secteur, une valorisation attractive pour un acteur en croissance.

Evolution du ROC & MOC (en M€ et %)



Sociétés de l'éco-système cotées en bourse

| | Market Cap (€m) | | | EV / Sales | | | EV / EBITDA | | | P/E | | |
|-----------------------|-----------------|------|------|------------|------|------|-------------|------|------|------|------|------|
| | 2022 | 2023 | 2024 | 2022 | 2023 | 2024 | 2022 | 2023 | 2024 | 2022 | 2023 | 2024 |
| Assystem SA | 565,6 | | | 1,3 | 1,2 | 1,1 | 14,4 | 13,1 | 12,0 | 15,1 | 13,3 | 12,0 |
| Aubay SA | 688,7 | | | 1,2 | 1,1 | 1,1 | 10,1 | 9,4 | 8,9 | 18,6 | 17,1 | 16,0 |
| Wavestone SA | 988,6 | | | 1,8 | 1,8 | 1,7 | 11,3 | 10,9 | 10,3 | 19,1 | 18,3 | 17,0 |
| Infotel SA | 350,0 | | | 0,9 | 0,8 | 0,8 | 7,1 | 6,5 | 6,0 | 18,9 | 17,1 | 15,5 |
| Neurones SA | 834,7 | | | 0,9 | 0,9 | 0,8 | 6,7 | 6,2 | 5,7 | 19,1 | 17,2 | 15,7 |
| ATOS SE | 1 211,8 | | | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 2,4 | 2,2 | 2,0 | 5,7 | 4,1 | 3,3 |
| Capgemini SE | 29 479,0 | | | 1,6 | 1,5 | 1,4 | 9,7 | 9,0 | 8,2 | 16,8 | 15,1 | 13,6 |
| Sopra Steria Group SA | 3 182,8 | | | 0,7 | 0,7 | 0,7 | 5,9 | 5,5 | 5,1 | 13,2 | 11,4 | 10,2 |
| Mean | | | | 1,1 | 1,0 | 1,0 | 8,5 | 7,8 | 7,3 | 15,8 | 14,2 | 12,9 |
| Median | | | | 1,1 | 1,0 | 0,9 | 8,4 | 7,7 | 7,1 | 17,7 | 16,1 | 14,5 |

| Compte de résultat (M€) | 2018 | 2019 | 2020 | 2021e | 2022e | 2023e | 2024e |
|---|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Chiffre d'affaires | 109,3 | 115,3 | 111,0 | 122,1 | 130,5 | 139,0 | 148,1 |
| Excédent brut d'exploitation | 5,8 | 9,6 | 8,4 | 10,1 | 10,8 | 12,7 | 14,5 |
| Résultat opérationnel courant | 4,6 | 6,0 | 4,5 | 6,5 | 7,1 | 9,0 | 10,7 |
| Résultat opérationnel | 3,0 | 4,4 | 2,6 | 5,0 | 7,1 | 9,0 | 10,7 |
| Résultat financier | -0,8 | -0,9 | -1,0 | -1,0 | -0,6 | -0,6 | -0,6 |
| Impôts | -1,1 | -1,2 | -1,4 | -1,0 | -3,2 | -3,8 | -4,4 |
| Mise en équivalence | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Part des minoritaires | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 |
| Résultat net part du groupe | 1,1 | 2,4 | -0,2 | 2,9 | 3,3 | 4,6 | 5,7 |
| Bilan (M€) | 2018e | 2019e | 2020 | 2021e | 2022e | 2023e | 2024e |
| Actifs non courants | 58,1 | 69,0 | 66,7 | 71,1 | 70,4 | 69,7 | 68,9 |
| <i>dont goodwill</i> | <i>50,9</i> | <i>50,3</i> | <i>50,2</i> | <i>51,7</i> | <i>51,7</i> | <i>51,7</i> | <i>51,7</i> |
| BFR | 7,4 | 1,9 | -8,7 | -6,4 | -2,1 | 2,1 | 5,8 |
| Disponibilités + VMP | 11,9 | 16,3 | 26,7 | 23,3 | 23,1 | 24,3 | 27,2 |
| Capitaux propres | 49,2 | 52,2 | 50,8 | 51,7 | 55,1 | 59,7 | 65,5 |
| Emprunts et dettes financières | 24,2 | 25,8 | 24,5 | 19,7 | 19,7 | 19,7 | 19,7 |
| Total Bilan | 122,5 | 140,0 | 141,0 | 139,9 | 149,0 | 157,2 | 166,6 |
| Tableau de flux (M€) | 2018e | 2019e | 2020 | 2021e | 2022e | 2023e | 2024e |
| Marge Brute d'autofinancement | 3,0 | 7,8 | 5,7 | 7,9 | 10,8 | 12,7 | 14,5 |
| Variation de BFR | 0,3 | 0,3 | 12,2 | 0,5 | -4,3 | -4,2 | -3,7 |
| Flux nets de trésorerie généré par l'activité | 2,3 | 7,4 | 16,2 | 7,9 | 3,4 | 4,8 | 6,4 |
| Investissements opérationnels nets | -1,9 | -1,7 | -1,0 | -1,9 | -3,0 | -3,0 | -3,0 |
| Investissements financiers nets | -0,2 | -0,2 | -0,2 | -1,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Flux nets de trésorerie liés aux investissements | -2,0 | -2,1 | -1,6 | -2,4 | -3,0 | -3,0 | -3,0 |
| Augmentation de capital | 0,3 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Variation emprunts | -1,7 | 2,5 | -1,5 | -5,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Dividendes versés | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Autres | 0,0 | 1,0 | 2,0 | 3,0 | 4,0 | 5,0 | 6,0 |
| Flux nets de trésorerie liés au financement | -2,0 | -1,0 | -4,8 | -8,6 | -0,6 | -0,6 | -0,6 |
| Variation de trésorerie | -1,7 | 4,4 | 9,8 | -3,0 | -0,2 | 1,2 | 2,9 |
| Ratios (%) | 2018e | 2019e | 2020 | 2021e | 2022e | 2023e | 2024e |
| Variation chiffre d'affaires | -4,1% | 5,4% | -3,7% | 10,0% | 6,9% | 6,5% | 6,5% |
| Marge EBE | 5% | 8% | 8% | 8% | 8% | 9% | 10% |
| Marge opérationnelle courante | 4% | 5% | 4% | 5% | 5% | 6% | 7% |
| Marge opérationnelle | 3% | 4% | 2% | 4% | 5% | 6% | 7% |
| Marge nette | 1% | 2% | 0% | 2% | 3% | 3% | 4% |
| Investissements opérationnels nets/CA | 2% | 1% | 1% | 2% | 2% | 2% | 2% |
| BFR/CA | 7% | 2% | -8% | -5% | -2% | 1% | 4% |
| ROCE | 5% | 6% | 5% | 7% | 7% | 8% | 10% |
| ROCE hors GW | 21% | 19% | 39% | 33% | 29% | 30% | 31% |
| ROE | 2% | 5% | 0% | 6% | 6% | 8% | 9% |
| Payout | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% |
| Dividend yield | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% |
| Ratios d'endettement | 2018e | 2019e | 2020 | 2021e | 2022e | 2023e | 2024e |
| Gearing (%) | 25% | 18% | -4% | -7% | -6% | -8% | -11% |
| Dettes nettes/EBE | 2,1 | 1,0 | -0,3 | -0,4 | -0,3 | -0,4 | -0,5 |
| EBE/charges financières | 12,1 | 11,2 | 7,2 | 11,4 | 12,5 | 15,8 | 18,9 |
| Valorisation | 2018e | 2019e | 2020 | 2021e | 2022e | 2023e | 2024e |
| Nombre d'actions (en millions) | 29,1 | 29,1 | 29,1 | 29,1 | 29,1 | 29,1 | 29,1 |
| Nombre d'actions moyen (en millions) | 29,1 | 29,1 | 29,1 | 29,1 | 29,1 | 29,1 | 29,1 |
| Cours (moyenne annuelle en euros) | 1,3 | 1,2 | 1,2 | 1,2 | 1,2 | 1,2 | 1,2 |
| (1) Capitalisation boursière moyenne | 38,1 | 35,5 | 35,5 | 35,5 | 35,5 | 35,5 | 35,5 |
| (2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-) | 12,3 | 9,5 | -2,2 | -3,7 | -3,4 | -4,6 | -7,5 |
| (3) Valeur des minoritaires | 0,1 | 0,1 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,3 | 0,5 |
| (4) Valeur des actifs financiers | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4) | 50,5 | 45,1 | 33,5 | 32,0 | 32,3 | 31,2 | 28,5 |
| PER | 35,0 | 15,1 | -187,9 | 12,3 | 10,7 | 7,8 | 6,2 |
| VE / EBE | 8,9 | 4,9 | 4,2 | 3,3 | 3,1 | 2,6 | 2,1 |
| VE / ROC | 11,3 | 7,8 | 7,8 | 5,2 | 4,8 | 3,6 | 2,8 |
| VE / CA | 0,5 | 0,4 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,2 | 0,2 |
| P/B | 0,8 | 0,7 | 0,7 | 0,7 | 0,6 | 0,6 | 0,5 |
| Données par action (€) | 2018 | 2019 | 2020 | 2021e | 2022e | 2023e | 2024e |
| Bnpa | 0,04 | 0,08 | -0,01 | 0,10 | 0,11 | 0,16 | 0,20 |
| Book value/action | 1,7 | 1,8 | 1,7 | 1,8 | 1,9 | 2,1 | 2,3 |
| Dividende /action | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |

Analyste

Sid Bachir

01 44 70 20 76

sbachir@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 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 29/07/2022

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 | Non | Non | Oui |

« Disclaimer / Avertissement »

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