

Achat

| | |
|---------------------|---------|
| Objectif de cours | 66,00 € |
| Cours au 18/05/2023 | 57,00 € |
| Potentiel | 16% |

Données valeur

| | | |
|-------------------------------|---------|---------|
| ETOF.PA / INF:FP | | |
| Euronext Paris | | |
| Capitalisation (M€) | 392,8 | |
| Nb de titres (en millions) | 6,89 | |
| Volume moyen 12 mois (titres) | 1 631 | |
| Extrêmes 12 mois | 47,00 € | 59,80 € |

Performances boursières

| Performances (%) | Ytd | 1m | 3m | 12m |
|------------------|------|-------|-------|-------|
| Perf. Absolue | 2,9% | 0,4% | 1,1% | 9,2% |
| Perf CAC Small | 2,8% | -0,4% | -4,7% | -4,7% |

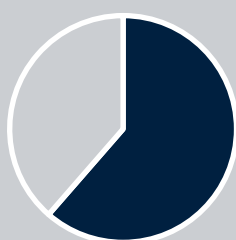
Données financières (en M€)

| au 31/12 | 2021 | 2022e | 2023e | 2024e |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| CA | 263,4 | 300,4 | 324,0 | 350,3 |
| var % | 12,0% | 14,0% | 7,9% | 8,1% |
| EBE | 30,3 | 39,1 | 42,2 | 45,6 |
| % CA | 11,5% | 13,0% | 13,0% | 13,0% |
| ROC | 21,9 | 29,8 | 32,9 | 36,3 |
| % CA | 8,3% | 9,9% | 10,2% | 10,4% |
| RN | 13,7 | 20,3 | 20,3 | 22,5 |
| % CA | 5,2% | 6,8% | 6,3% | 6,4% |
| Bnpa (€) | 2,06 | 3,05 | 3,05 | 3,37 |
| ROCE (%) | 53% | 56% | 68% | 0% |
| ROE (%) | 13% | 18% | 16% | 17% |
| Gearing (%) | -103% | -98% | -97% | -89% |
| Dettes nette | -107,8 | -112,5 | -121,7 | -120,7 |
| Dividende n (€) | 1,60 | 1,60 | 2,00 | 2,00 |
| Yield (%) | - | | | |

Multiples de valorisation

| | 2021 | 2022e | 2023e | 2024e |
|------------|------|-------|-------|-------|
| VE/CA (x) | 0,9 | 0,8 | 0,7 | 0,7 |
| VE/EBE (x) | 8,0 | 6,1 | 5,4 | 5,0 |
| VE/ROC (x) | 11,1 | 8,0 | 6,9 | 6,3 |
| PE (x) | 25,7 | 17,3 | 17,3 | 15,6 |

Actionnariat

Dirigeants &
Fondateurs
38,6%Flottant
61,4%

Un excellent démarrage

Publication du CA T1 2023

Infotel démarre son exercice 2023 en fanfare avec une activité soutenue sur le 1er trimestre. Le CA publié est de 83,8 M€ (vs 74,4 M€), en croissance organique de +12,8%. Le Groupe conforte ainsi sa tendance à la surperformance avec un 8eme trimestre en croissance à 2 chiffres contre un marché attendu en croissance de +5,9% en 2023 selon Numeum.

Activité tirée par les services

Au T1, le pôle Services (95,9% CA) a été fortement contributeur avec une croissance de +11,1% soit un CA de 80,4 M€ traduisant la bonne dynamique de recrutement en fin d'exercice 2022. Ce dernier a bénéficié d'une forte croissance sur deux secteurs d'activité clés : la Banque (41,4% CA) et l'Industrie (27,1% CA). Par ailleurs, pour soutenir sa croissance, le Groupe a embauché 180 collaborateurs. Le taux d'intercontrat reste marginal à 2,0% en moyenne sur le trimestre.

Le pôle Logiciels (4,1% CA) à lui connu une très forte croissance au T1 et a progressé de +62,4% soit un CA de 3,4 M€. L'activité bénéficie de la forte dynamique d'Orlando à la faveur de l'accord commercial signé avec Airbus et de la signature d'un contrat avec Oman Air.

Perspectives

Alors que les besoins en digitalisation demeurent élevés dans les secteurs adressés (Banque/Finance/Assurance) et compte tenu de l'excellent dynamique de recrutement nous sommes confiants dans la capacité d'Infotel à surperformer le marché en 2023. Sur les logiciels, l'activité demeure également bien orientée à la faveur de la montée en puissance d'Orlando. A plus long terme, le management réitère ses objectifs 2026 à savoir un CA supérieur à 380,0 M€ et une MOC supérieure à 10,0%. Nous maintenons à ce stade nos attentes pour 2023 avec un CA de 324,0 M€ et un ROC de 32,9 M€.

Recommandation

Après la mise à jour de notre modèle de valorisation et des paramètres de marché, notre objectif de cours ressort à 66,00 €. Notre recommandation reste à Achat.

Prochaine publication : 17 mai 2023

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

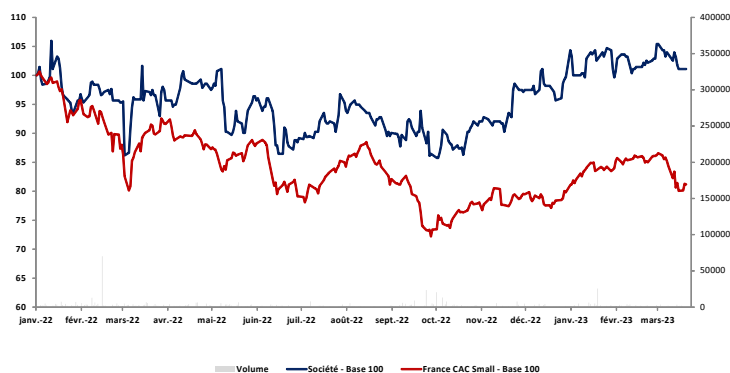


Retrouvez l'actualité boursière des small caps chaque jour dans votre boîte mail, gratuitement. [Inscription ici.](#)

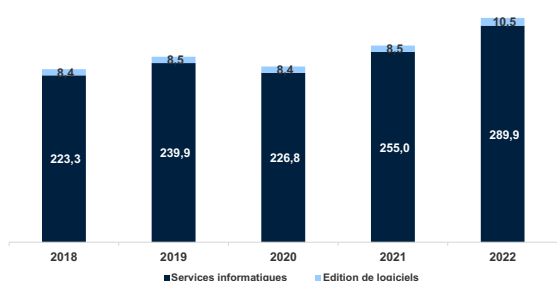
Présentation de la société

Créée en 1979, Infotel est une entreprise de services du numérique (ESN) spécialisée dans la gestion des bases de données. Avec plus de 2 700 collaborateurs, le groupe a réalisé en 2021 un CA de 263,4 M€ dont 96% dans les prestations de conseil et de services et 4% dans l'édition de logiciels. Fort de sa maîtrise des grands volumes de données, le groupe intervient auprès des grands comptes en tant que conseil et met en place des solutions innovantes de gestion des systèmes d'information en vue de les adapter aux évolutions technologiques. Son cœur de métier est le développement applicatif, maîtrisant l'ensemble de la chaîne de valeur : de l'analyse du besoin à la maintenance en passant par la conception, le développement et le test. Les clients d'Infotel sont majoritairement des grands comptes dans l'industrie (24,5% du CA), les services (17,1%), la banque / finance (41%), l'assurance/retraite (14,2%) et l'administration (3,1%).

Evolution du cours (base 100)



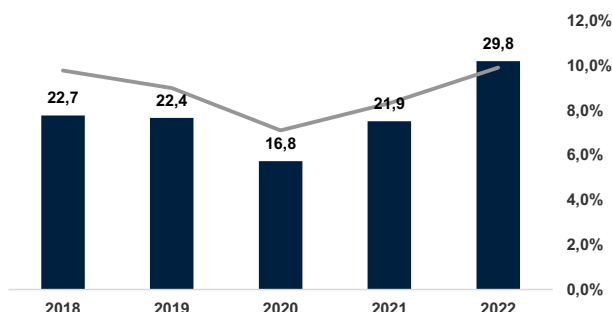
Evolution du chiffre d'affaires (en M€)



Argumentaire d'investissement

- **Un business modèle solide.** Depuis son introduction en bourse en 1998, Infotel a toujours été rentable grâce : 1/ à un mix d'activités services/logiciels en croissance régulière, 2/ à une grande sélectivité dans ses opérations de croissance externe et 3/ à une bonne maîtrise de ses projets au forfait. Organisé en centre de services, Infotel peut mutualiser ses ressources et ainsi réduire les coûts tout en restant proche des clients.
- **Un plan stratégique 2026 ambitieux qui apporte de la visibilité.** Présenté lors des résultats 2021, son BP 2026 hors acquisition fait ressortir un TCAM du CA de 8% entre 2021 et 2026 avec une marge opérationnelle courante supérieure à 10,0%. Ce plan stratégique ambitieux repose à la fois sur une solide dynamique de l'activité Services où le management souhaite surperformer le marché mais également de l'activité Logiciels, dont la contribution au CA devrait doubler.
- **Une valorisation du titre inférieure au marché.** Compte tenu d'un marché dynamique, d'une stratégie bien orientée et de la solidité du business model d'Infotel, nous pensons que le titre bénéficie encore d'un potentiel de hausse de +25% avec un objectif de cours à 66,00 €. Le titre se traite aujourd'hui sur des ratios 2022 de 0,8x le CA, 8,3x l'EBIT et 19,5x le PER. A 8,3x l'EBIT 2022, le titre présente une décote moyenne de -20% par rapport à ses comparables (ESN généralistes).

Evolution du ROC et de la 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 | 681,6 | | | 1,5 | 1,4 | 1,3 | 17,8 | 16,6 | 15,1 | 16,0 | 17,0 | 15,0 |
| Aubay SA | 651,2 | | | 1,1 | 1,1 | 1,0 | 9,6 | 9,3 | 8,9 | 17,7 | 17,0 | 16,1 |
| Wavestone SA | 908,8 | | | 1,6 | 1,5 | 1,4 | 10,3 | 9,6 | 8,8 | 17,7 | 16,0 | 14,3 |
| Infotel SA | 396,9 | | | 1,0 | 0,9 | 0,9 | 8,0 | 7,3 | 6,8 | 20,3 | 18,1 | 16,5 |
| Neurones SA | 1 007,9 | | | 1,1 | 1,1 | 1,0 | 8,4 | 7,8 | 7,3 | 22,1 | 20,1 | 18,6 |
| Atos SE | 1 688,1 | | | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 2,9 | 2,7 | 2,4 | ns | 7,5 | 5,3 |
| Capgemini SE | 31 201,4 | | | 1,6 | 1,5 | 1,4 | 9,9 | 9,4 | 8,7 | 16,5 | 16,0 | 14,5 |
| Sopra Steria Group SA | 4 058,2 | | | 0,9 | 0,8 | 0,8 | 7,6 | 6,6 | 6,0 | 16,4 | 13,6 | 11,9 |
| Mean | | | | 1,1 | 1,1 | 1,0 | 9,3 | 8,7 | 8,0 | 18,1 | 15,7 | 14,0 |
| Median | | | | 1,1 | 1,1 | 1,0 | 9,0 | 8,5 | 8,0 | 17,7 | 16,5 | 14,8 |

| Compte de résultat (M€) | 2018 | 2019 | 2020 | 2021e | 2022e | 2023e | 2024e |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Chiffre d'affaires | 231,7 | 248,4 | 235,2 | 263,4 | 300,0 | 324,0 | 350,3 |
| Excédent brut d'exploitation | 26,0 | 28,7 | 24,6 | 30,3 | 38,8 | 41,9 | 45,3 |
| Résultat opérationnel courant | 22,7 | 22,4 | 16,8 | 21,9 | 29,8 | 32,9 | 36,3 |
| Résultat opérationnel | 23,0 | 22,4 | 17,8 | 21,9 | 29,8 | 32,9 | 36,3 |
| Résultat financier | 0,1 | -0,1 | -0,5 | -0,4 | -0,4 | -0,4 | -0,4 |
| Impôts | 7,9 | 9,0 | 7,7 | 7,2 | 10,0 | 11,1 | 12,2 |
| Mise en équivalence | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Part des minoritaires | 0,2 | 0,3 | 0,2 | 0,7 | 0,8 | 0,8 | 0,9 |
| Résultat net part du groupe | 15,1 | 13,0 | 9,4 | 13,7 | 18,7 | 20,7 | 22,8 |
| Bilan (M€) | 2018 | 2019 | 2020 | 2021e | 2022e | 2023e | 2024e |
| Actifs non courants | 23,4 | 42,6 | 58,2 | 55,8 | 59,4 | 62,9 | 66,5 |
| dont goodwill | 11,0 | 11,4 | 11,4 | 11,9 | 11,9 | 11,9 | 11,9 |
| BFR | -9,1 | -9,4 | -30,4 | -27,6 | -31,2 | -33,4 | -36,4 |
| Disponibilités + VMP | 72,8 | 74,6 | 99,1 | 107,8 | 112,6 | 116,3 | 121,0 |
| Capitaux propres | 87,4 | 92,7 | 98,7 | 104,5 | 113,3 | 124,2 | 137,2 |
| Emprunts et dettes financières | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Total Bilan | 176,5 | 202,3 | 227,6 | 250,5 | 271,3 | 288,6 | 309,0 |
| Tableau de flux (M€) | 2018 | 2019 | 2020 | 2021e | 2022e | 2023e | 2024e |
| Marge Brute d'autofinancement | 25,9 | 30,7 | 29,7 | 32,1 | 28,4 | 30,5 | 32,7 |
| Variation de BFR | -4,3 | 2,1 | -19,3 | 3,1 | -3,6 | -2,2 | -3,0 |
| Flux net de trésorerie généré par l'activité | 22,6 | 20,8 | 39,2 | 27,1 | 32,0 | 32,7 | 35,8 |
| Investissements opérationnels nets | -4,8 | -4,2 | -4,4 | -3,5 | -3,5 | -3,5 | -3,5 |
| Investissements financiers nets | -0,1 | -1,4 | 0,0 | -0,4 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Flux nets de trésorerie liés aux investissements: | -6,5 | -6,0 | -4,4 | -3,6 | -3,5 | -3,5 | -3,5 |
| Augmentation de capital | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Variation emprunts | 0,1 | -0,2 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Dividendes versés | -7,7 | -10,6 | -7,2 | -11,1 | -10,7 | -10,7 | -10,7 |
| Flux nets de trésorerie nets liés au financem | -7,6 | -13,0 | -10,2 | -15,0 | -14,3 | -14,3 | -14,3 |
| Variation de trésorerie | 8,5 | 1,8 | 24,6 | 8,5 | 14,2 | 14,8 | 17,9 |
| Ratios (%) | 2018 | 2019 | 2020 | 2021e | 2022e | 2023e | 2024e |
| Variation chiffre d'affaires | 10,7% | 7,2% | -5,3% | 12,0% | 13,9% | 8,0% | 8,1% |
| Marge EBE | 11% | 12% | 10% | 11% | 13% | 13% | 13% |
| Marge opérationnelle courante | 10% | 9% | 7% | 8% | 10% | 10% | 10% |
| Marge opérationnelle | 10% | 9% | 8% | 8% | 10% | 10% | 10% |
| Marge nette | 7% | 5% | 4% | 5% | 6% | 6% | 7% |
| Capex/CA | -2% | -2% | -2% | -1% | -1% | -1% | -1% |
| BFR/CA | -4% | -4% | -13% | -10% | -10% | -10% | -10% |
| ROCE | 84% | 42% | 36% | 52% | 71% | 70% | 0% |
| ROCE hors GW | 212% | 61% | 55% | 89% | 122% | 112% | 0% |
| ROE | 17% | 14% | 10% | 13% | 16% | 17% | 17% |
| Payout | 71% | 54% | 74% | 78% | 57% | 52% | 47% |
| Dividend yield | 3% | 2% | 2% | 3% | 3% | 3% | 3% |
| Ratios d'endettement | 2018 | 2019 | 2020 | 2021e | 2022e | 2023e | 2024e |
| Gearing (%) | -83% | -80% | -100% | -103% | -99% | -94% | -88% |
| Dettes nettes/EBE | -2,8 | -2,6 | -4,0 | -3,6 | -2,9 | -2,8 | -2,7 |
| EBE/charges financières | -306,2 | 292,8 | 47,2 | 85,5 | 109,6 | 118,4 | 128,0 |
| Valorisation | 2018 | 2019 | 2020 | 2021e | 2022e | 2023e | 2024e |
| Nombre d'actions (en millions) | 6,7 | 6,7 | 6,7 | 6,7 | 6,7 | 6,7 | 6,7 |
| Nombre d'actions moyen (en millions) | 6,7 | 6,7 | 6,7 | 6,7 | 6,7 | 6,7 | 6,7 |
| Cours (moyenne annuelle en euros) | 52,8 | 52,8 | 52,8 | 52,8 | 52,8 | 52,8 | 52,8 |
| (1) Capitalisation boursière moyenne | 351,5 | 351,5 | 351,5 | 351,5 | 351,5 | 351,5 | 351,5 |
| (2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-) | -72,8 | -74,6 | -99,1 | -107,8 | -112,6 | -116,3 | -121,0 |
| (3) Valeur des minoritaires | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| (4) Valeur des actifs financiers | 0,8 | 1,3 | 1,3 | 1,2 | 1,2 | 1,2 | 1,2 |
| Autres ajustements | 1,0 | 2,0 | 3,0 | 4,0 | 5,0 | 6,0 | 7,0 |
| Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4) | 277,8 | 275,6 | 251,0 | 242,5 | 237,7 | 233,9 | 229,3 |
| PER | 23,3 | 27,1 | 37,3 | 25,7 | 18,8 | 17,0 | 15,4 |
| VE/ EBE | 10,7 | 9,6 | 10,2 | 8,0 | 6,1 | 5,6 | 5,1 |
| VE/ROC | 12,2 | 12,3 | 15,0 | 11,1 | 8,0 | 7,1 | 6,3 |
| VE/CA | 1,2 | 1,1 | 1,1 | 0,9 | 0,8 | 0,7 | 0,7 |
| P/B | 4,0 | 3,8 | 3,6 | 3,4 | 3,1 | 2,8 | 2,6 |
| Données par action (€) | 2018 | 2019 | 2020 | 2021e | 2022e | 2023e | 2024e |
| Bnpa | 2,27 | 1,95 | 1,41 | 2,06 | 2,81 | 3,11 | 3,43 |
| Book value/action | 13,1 | 13,9 | 14,8 | 15,7 | 17,0 | 18,7 | 20,6 |
| Dividende /action | 1,60 | 1,05 | 1,05 | 1,60 | 1,60 | 1,60 | 1,60 |

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: (-)

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 Infotel (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