

Capitalisation (M€)	271,5	Ticker	Euronext Paris	
Objectif de cours	49,0 €	Nb de titres (en millions)	7,0	ESN
Cours au 24/09/2026	38,60 €	Volume moyen 12m (titres)	4 393	Flash valeur
Potentiel	26,9%	Extrêmes 12m (€)	33,50€/44,70€	25/09/2026

À retenir

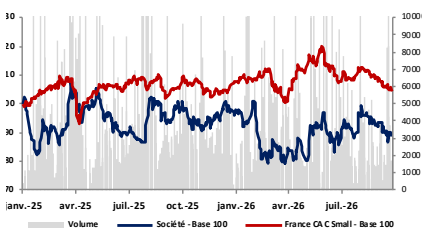
- Le groupe publie un CA S1 2026 de 160,3 M€, en accélération à +9,4%
- Le ROC s'établit à 13,3 M€ (+31,7%) et la MOC à 9,1% (vs 7,6% au S1 2025) au cours du premier semestre
- Les Logiciels bondissent de +57,6% au S1 à 11,1 M€, portés par les royalties IBM et Sesin

au 31/12	2025	2026e	2027e	2028e
CA	294,0	321,0	333,4	344,8
var %	-0,3%	9,2%	3,9%	3,4%
EBE	36,2	40,4	44,0	45,5
% CA	12,3%	12,6%	13,2%	13,2%
ROC	24,7	29,8	32,9	34,1
% CA	8,4%	9,3%	9,9%	9,9%
RN	16,1	21,0	23,1	23,9
% CA	5,5%	6,5%	6,9%	6,9%
Bnpa (€)	2,29	2,98	3,29	3,40
ROCE (%)	43,9%	56,1%	71,4%	88,4%
ROE (%)	13,3%	16,3%	16,8%	16,2%
Gearing (%)	-69,5%	-72,6%	-78,1%	-83,4%
Dette nette	-78,8	-83,5	-90,9	-103,4
Dividende n (€)	2,0	2,0	2,0	2,0
Yield (%)	4,9%	5,2%	5,2%	5,2%

	2025	2026e	2027e	2028e
VE/CA (x)	0,7	0,6	0,5	0,4
VE/EBE (x)	5,6	4,4	3,7	3,2
VE/ROC (x)	8,2	5,9	4,9	4,3
P/E (x)	17,8	12,9	11,7	11,3

Catégorie	Pourcentage
Flottant	63,7%
Bernard Lafforet	26,9%
Management	9,4%

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	-8,7%	-5,3%	-1,3%	-11,7%



Hier soir, Infotel a communiqué ses résultats du premier semestre 2026. Pour mémoire, la société avait déjà dévoilé en juillet dernier des revenus semestriels en hausse de +9,4% à 160,3 M€. Désormais nous pouvons constater la forte amélioration de la rentabilité du groupe sur le semestre écoulé avec un EBITDA en hausse de +11,4% et un ROC en croissance de 31,7%. Ces bonnes performances se sont répercutées dans le résultat net qui a augmenté de +138,8% à 11,7 M€.

Pour rappel, les Services ont enregistré une croissance de +7,0 % au S1 2026, portée notamment par la Banque/Finance, qui a représenté 45,4 % de l'activité Services, avec BPCE, BNP Paribas et Banque de France parmi les principaux contributeurs. Le Groupe a également remporté de nouveaux référencements, notamment auprès d'IMSA et de La Poste.

À l'inverse, le poids de l'Industrie a reculé à 19,3 %, pénalisé par les difficultés persistantes des secteurs automobile et aéronautique. Le taux d'intercontrat a par ailleurs poursuivi sa baisse, à 2,3 % au T2, tandis que les effectifs ont atteint 3 581 collaborateurs.

Côté Logiciels, le chiffre d'affaires a progressé de +57,6 % à 11,1 M€, soit +37,8 % à périmètre constant hors Sesin. Cette performance a notamment été soutenue par les royalties IBM, qui ont atteint un niveau exceptionnel de 5,6 M€ contre 3,1 M€ un an plus tôt. Enfin, les offres AeroEx/Orlando et Infotel Augmented Solutions ont ouvert de nouvelles perspectives commerciales.

L'amélioration de la rentabilité a d'abord bénéficié d'un mix d'activité plus favorable, avec un poids accru des Logiciels dans le chiffre d'affaires. Ceux-ci ont représenté près de 6,9% du CA au S1 2026 contre 4,8% un an plus tôt, soutenus notamment par le niveau exceptionnel des royalties IBM et l'intégration de Sesin. Ce mouvement vers des activités mieux margées a contribué à l'amélioration du profil de marge du groupe.



Cet effet de mix s'est accompagné d'un meilleur levier sur les coûts de personnel. Ceux-ci ont progressé de +7,1%, moins vite que le chiffre d'affaires à +9,4%, ramenant leur poids à 44,9% du CA contre 45,9% un an plus tôt. À l'inverse, les charges externes ont augmenté de +11,2%, limitant en partie ce levier opérationnel. L'EBITDA a ainsi progressé de +11,4% à 17,6 M€, pour une marge de 11,0% contre 10,8% au S1 2025.

L'accélération a été plus nette au niveau du ROC, grâce à la baisse de -30,1% des dotations aux amortissements et provisions, à 4,1 M€. Leur poids est revenu à 2,6% du CA contre 4,0% un an plus tôt, permettant au ROC hors actions gratuites d'atteindre 14,6 M€ (+30,4%) et à la marge de progresser de +150 pb à 9,1%.

Enfin, le RNpg s'est établi à 11,7 M€ (+138,8%), également soutenu par le retournement du résultat financier, passé de -4,7 M€ à +1,5 M€.

Un bilan toujours aussi solide

La situation financière est demeurée très confortable à fin juin 2026. Les capitaux propres atteignaient 118,7 M€, soit un peu plus de la moitié du total de bilan, tandis que le Groupe ne portait aucune dette financière.

La trésorerie s'élevait encore à 94,3 M€, contre 109,6 M€ à fin 2025, la baisse reflétant notamment le paiement du dividende. Infotel conservait ainsi une position de trésorerie nette très élevée, laissant une marge de manœuvre importante pour financer ses investissements, accompagner sa croissance externe ou poursuivre sa politique de retour aux actionnaires.

Perspectives

Au vu de la dynamique enregistrée au premier semestre, Infotel a revu à la hausse ses attentes pour 2026. Le Groupe table désormais sur une croissance annuelle proche de +9,5%, contre une ambition jusque-là fixée à plus de +5%. Côté rentabilité, le management vise une marge opérationnelle courante hors actions gratuites supérieure à 9%, ce qui implique de préserver sur l'ensemble de l'exercice le niveau de performance atteint au S1.

À horizon 2030, Infotel conserve par ailleurs son ambition de changer d'échelle, avec un chiffre d'affaires ciblé autour de 500 M€ et une marge opérationnelle courante proche de 10%, en s'appuyant à la fois sur le développement organique et sur de nouvelles opérations de croissance externe.

De notre côté, nous réhaussons notre objectif de CA 2026e à 321,0 M€ traduisant une croissance de +9,2% sur l'année. Nous attendons désormais un EBITDA de 40,4 M€ traduisant une marge similaire à notre précédente estimation, à savoir 12,6%.

Recommandation

À l'issue de cette publication, nous restons à Achat sur le titre et réitérons notre objectif de cours de 49,0 € sur le titre (26,9% d'upside).



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 2025 un CA de 294 M€ dont 95% 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 la banque / finance (45,4% du CA Services), l'industrie (19,5%), les services/ Transport (20,0%), l'assurance / retraite (10,8%) et l'administration (4,3%).

Argumentaire d'investissement

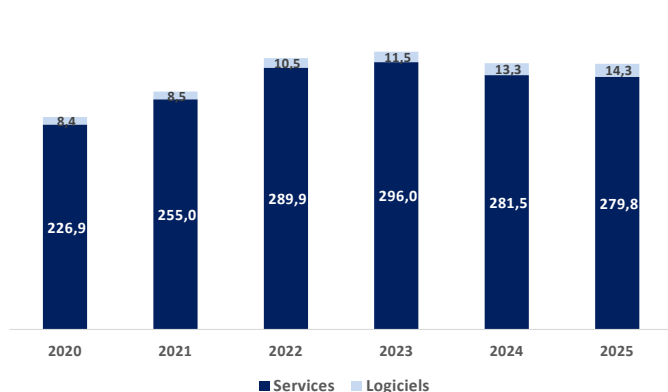
Un business model solide. Depuis son introduction en bourse en 1998, Infotel a toujours été rentable grâce : 1/ à un mix d'activité services/logiciels en croissance régulière, 2/ à une grande sélectivité dans ses opérations de croissance externe et 3/ à une bonne maîtrise de ses projets au forfait. Organisé en centre de services, Infotel peut mutualiser ses ressources et ainsi réduire les coûts tout en restant proche des clients.

Une implantation réussie dans les grands comptes. Infotel bénéficie d'un ancrage solide auprès de ses clients grands compte qui lui confère une rétention et une visibilité élevés sur son activité. Le profil de la société favorise la génération de contrats pluriannuels avec des acteurs de premier plan en particulier dans le secteur de la banque/ finance (42,1 % du CA services en 2025) mais également dans l'industrie, les transports ou encore l'administration.

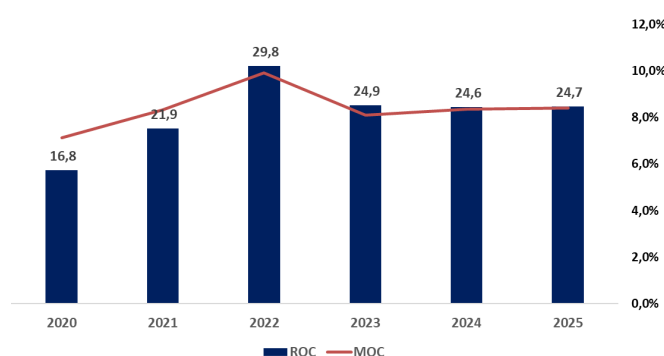
Multiples de valorisation des comparables

Société	Capitalisation (€M)	Dettes nettes	VE	EV/sales			EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
				2025e	2026e	2027e	2025e	2026e	2027e	2025e	2026e	2027e	2025e	2026e	2027e
Wavestone SA	731	-144	587	0,6x	0,6x	0,6x	4,6x	4,1x	3,9x	5,0x	4,5x	4,3x	7,5x	6,5x	6,2x
Neurones SA	882	-364	518	0,6x	0,5x	0,5x	5,0x	4,6x	4,2x	6,3x	5,6x	5,1x	9,1x	8,2x	7,4x
Aubay SA	642	-63	579	0,8x	0,8x	0,8x	7,9x	7,4x	6,9x	8,8x	8,2x	7,7x	12,4x	11,5x	10,6x
Sopra Steria Group SA	3 160	342	3 502	0,6x	0,6x	0,6x	4,7x	4,4x	4,3x	6,2x	5,8x	5,5x	11,4x	10,1x	9,5x
Sword Group SE	282	50	332	0,9x	0,8x	0,7x	7,1x	6,3x	5,6x	8,7x	7,7x	6,8x	12,4x	10,7x	9,3x
Moyenne	1 139,3	-35,8	1 103,5	0,7x	0,6x	0,6x	5,9x	5,4x	5,0x	7,0x	6,4x	5,9x	10,5x	9,4x	8,6x
Médiane	731,0	-63,0	579,0	0,6x	0,6x	0,6x	5,0x	4,6x	4,3x	6,3x	5,8x	5,5x	11,4x	10,1x	9,3x

Evolution du chiffre d'affaires (en M€)



Evolution du ROC et de la MOC (en M€ et %)



Compte de résultat (M€)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Chiffre d'affaires	300,4	307,5	294,8	294,0	321,0	333,4	344,8
Excédent brut d'exploitation	39,1	35,1	34,8	36,2	40,4	44,0	45,5
Résultat opérationnel courant	29,8	24,9	24,6	24,7	29,8	32,9	34,1
Résultat opérationnel	29,8	24,9	24,6	24,7	29,8	32,9	34,1
Résultat financier	-0,6	0,7	1,0	-4,0	-2,0	-2,0	-2,0
Impôts	-7,9	-7,1	-6,8	-6,4	-8,6	-9,6	-9,9
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,9	0,4	0,4	-1,8	-1,8	-1,8	-1,8
Résultat net part du groupe	20,3	18,1	18,5	16,1	21,0	23,1	23,9
Bilan (M€)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Actifs non courants	76,8	75,3	71,3	57,4	54,6	48,6	42,3
dont goodwill	12,9	13,5	14,2	14,2	17,2	17,2	17,2
BFR	-20,7	-18,6	-20,5	-15,3	-14,8	-14,0	-13,4
Disponibilités + VMP	97,8	96,9	109,9	109,6	117,1	129,6	143,4
Capitaux propres	115,7	117,9	124,3	120,1	125,2	132,5	140,6
Emprunts et dettes financières	34,4	32,3	31,1	26,1	26,1	26,1	26,1
Total Bilan	260,0	255,9	256,2	247,2	259,0	268,8	279,4
Tableau de flux (M€)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Marge brute d'autofinancement	38,8	38,0	36,5	37,7	29,8	32,4	33,6
Variation de BFR	-4,6	-2,9	4,3	-5,0	-0,5	-0,8	-0,6
Flux nets de trésorerie généré par l'activité	34,2	35,1	40,8	32,7	29,3	31,6	33,0
CAPEX nets	-4,6	-4,4	-4,1	-6,3	-4,8	-5,0	-5,2
FCF	29,6	30,7	36,7	26,4	24,5	26,6	27,8
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	-5,1	-4,5	-3,2	-13,1	0,0	0,0	0,0
Dividendes versés	-11,3	-14,1	-14,0	-13,9	-14,1	-14,1	-14,1
Flux nets de trésorerie liés au financement	-16,5	-18,7	-17,6	-32,7	-14,1	-14,1	-14,1
Variation de trésorerie	-10,0	-0,9	13,0	-0,3	7,4	12,5	13,8
Ratios (%)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Variation chiffre d'affaires	14,0%	2,4%	-4,1%	-0,3%	9,2%	3,9%	3,4%
Marge EBE	13,0%	11,4%	11,8%	12,3%	12,6%	13,2%	13,2%
Marge opérationnelle courante	9,9%	8,1%	8,4%	8,4%	9,3%	9,9%	9,9%
Marge opérationnelle	9,9%	8,1%	8,4%	8,4%	9,3%	9,9%	9,9%
Marge nette	6,8%	5,9%	6,3%	5,5%	6,5%	6,9%	6,9%
CAPEX (% CA)	1,5%	1,4%	1,4%	2,1%	1,5%	1,5%	1,5%
BFR (% CA)	-6,9%	-6,0%	-6,9%	-5,2%	-4,6%	-4,2%	-3,9%
ROCE	39,9%	32,9%	36,4%	43,9%	56,1%	71,4%	88,4%
ROCE hors GW	51,8%	43,2%	50,5%	66,3%	98,9%	142,3%	218,8%
ROE	17,9%	15,3%	14,9%	13,3%	16,3%	16,8%	16,2%
Payout	54,2%	76,3%	75,0%	65,0%	61,7%	58,3%	58,3%
Dividend yield	3,1%	3,7%	4,5%	4,9%	5,2%	5,2%	5,2%
Ratios d'endettement	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Gearing (%)	-54,8%	-54,8%	-63,4%	-69,5%	-72,6%	-78,1%	-83,4%
Dettes nette/EBE	-1,6	-1,8	-2,3	-2,3	-2,2	-2,4	-2,6
EBE/charges financières	63,1	50,8	34,2	9,0	20,5	22,3	23,1
Valorisation	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Nombre d'actions (en millions)	6,9	6,9	6,9	7,0	7,0	7,0	7,0
Nombre d'actions moyen (en millions)	6,9	6,9	6,9	7,0	7,0	7,0	7,0
Cours (moyenne annuelle en euros)	52,1	53,4	44,3	41,0	38,6	38,6	38,6
(1) Capitalisation boursière moyenne	358,9	368,2	307,1	288,1	271,5	271,5	271,5
(2) Dette nette (+)/trésorerie nette (-)	-63,4	-64,6	-78,8	-83,5	-90,9	-103,4	-117,2
(3) Valeur des minoritaires	2,0	0,1	0,6	-1,6	-3,3	-5,1	-6,9
(4) Valeur des actifs financiers	0,0	0,0	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	297,5	303,6	228,7	202,9	177,1	162,8	147,3
VE/CA	1,0	1,0	0,8	0,7	0,6	0,5	0,4
VE/EBE	7,6	8,7	6,6	5,6	4,4	3,7	3,2
VE/ROC	10,0	12,2	9,3	8,2	5,9	4,9	4,3
P/E	17,6	20,4	16,6	17,8	12,9	11,7	11,3
P/B	3,1	3,1	2,5	2,4	2,2	2,0	1,9
P/CF	10,5	10,5	7,5	8,8	9,3	8,6	8,2
FCF yield (%)	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2
Données par action (€)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Bnpa	3,0	2,6	2,7	2,3	3,0	3,3	3,4
Book value/action	16,8	17,1	17,9	17,1	17,8	18,8	20,0
Dividende /action	1,6	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0



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 : du 22/05/2023 au 31/01/2024 et depuis le 14/03/2024

Accumuler : du 01/02/2024 au 13/04/2024

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 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

