

## SES-imagotag

Electronique

## Une amélioration des résultats et des investissements en R&amp;D

## Achat

Objectif de cours	170,00 €
Cours au 09/03/2023	107,20 €
Potentiel	59%

## Données valeur

SESL.PA / SESL.FP		
Euronext B		
Capitalisation (M€)	1699,2	
Nb de titres (en millions)	15,85	
Volume moyen 12 mois (titres)	20 849	
Extrêmes 12 mois	69,70 €	137,80 €

## Performances boursières

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	-4,4%	-6,6%	-10,9%	68,0%
Perf CAC Small	7,5%	0,7%	9,1%	6,2%

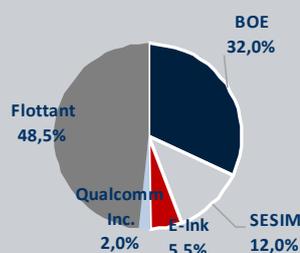
## Données financières (en M€)

au 31/12	2021	2022e	2023e	2024e
CA	422,9	620,9	801,9	1 036,3
var %	45,7%	46,8%	29,1%	29,2%
EBE	33,7	58,6	102,8	154,5
% CA	8,0%	9,4%	12,8%	14,9%
ROC	5,2	31,4	70,7	119,3
% CA	1,2%	5,1%	8,8%	11,5%
RN	2,1	18,7	47,5	83,2
% CA	0,5%	3,0%	5,9%	8,0%
Bnpa (€)	0,18	0,77	1,99	3,49
ROCE (%)	2%	11%	23%	34%
ROE (%)	2%	6%	14%	20%
Gearing (%)	-5%	21%	14%	2%
Dette Fi nette	-8,3	40,4	30,6	4,5
Dividende n (€)	0,00			
Yield (%)	-			

## Ratios

	2021	2022e	2023e	2024e
VE/CA (x)	1,8	2,4	2,1	1,6
VE/EBE (x)	23,2	25,6	16,7	11,0
VE/ROC (x)	148,7	47,7	24,3	14,2
PE (x)	275,0	117,6	53,8	30,7

## Actionnariat



Prochaine publication : CA T1 2023



## Analyste

Louis-Marie de Sade  
01 44 70 20 77  
lmdsade@elcorp.com



## Publication des résultats annuels 2022

Après avoir publié un chiffre d'affaires de 620,9 M€, en croissance de +47%, SES-imagotag publie des résultats en forte progression avec un EBITDA de 58,6 M€ (nous attendions 57,0 M€) contre 32,3 M€ l'an passé. Actuellement engagé dans une nouvelle phase d'investissements en R&D importante, l'exercice 2023 devrait être marqué par la poursuite de ces efforts de R&D, par l'atteinte du cap des 800 M€ de revenus et par une nouvelle amélioration des résultats.

## Stabilité du taux de MCV

Sur l'exercice 2022, la marge sur coûts variables ressort à 131,4 M€ (vs 91,5 M€ en 2021), faisant ainsi ressortir un taux de MCV de 21,2% contre 21,6% l'an passé. Cette quasi-stabilité s'explique par les conditions défavorables éprouvées par le Groupe tout au long de l'année avec 1/ la poursuite de la hausse des prix des composants, un impact qui n'a pas pu être totalement compensé par des hausses de prix aux clients, et 2/ un effet de change défavorable avec le renchérissement du dollar face à l'euro au S2. Sans cet impact de change, le taux de MCV aurait été 4 points supérieur en 2022.

A noter que le Groupe bénéficie de la contribution des VAS et de leur rentabilité importante pour contrebalancer ces effets sur la marge. Si nous l'évoquons régulièrement, un nouvel élément est à prendre en compte : celui du mix produits au sein des VAS. Alors que SES-imagotag commercialisait auparavant principalement des *professional services*, les nouvelles plateformes technologiques (Cloud, data, IA, ...) développées par le Groupe devraient progressivement prendre de plus en plus d'importance dans le mix. Mieux margées, elles devraient, elles-aussi, offrir un nouveau levier opérationnel.

## Amélioration des résultats

Cette stabilité de la MCV combinée à la très forte croissance et à une maîtrise des charges d'exploitation (72,9 M€ vs 59,1 M€ en 2021) autour de 12% du chiffre d'affaires 2022 contre 14% en 2021 permet ainsi à SES-imagotag d'atteindre un EBITDA de 58,6 M€, en hausse de +81%. La marge associée ressort ainsi à 9,4% soit une augmentation de 1,8 points.

Après comptabilisation des DAP, en hausse de +16% à 27,2 M€, suite à l'intensification des efforts de R&D, et d'éléments non récurrents pour 0,3 M€, l'EBIT s'affiche lui aussi en très forte amélioration à 31,6 M€ (vs 5,2 M€ en 2021). Enfin, le RN totalise 18,7 M€ (vs 2,0 M€).

## Hausse des investissements

Engagé dans une phase d'investissements intensive afin de développer sa nouvelle gamme de produits, SES-imagotag a vu ses CAPEX fortement progresser en 2022 pour totaliser 51,1 M€ (vs 29,9 M€). Cette hausse est intégralement imputable aux dépenses R&D et IT capitalisées puisque celles-ci atteignent 44,2 M€ sur l'exercice contre 21,2 M€ l'an passé.

## Une consommation de cash importante

Logiquement, cette hausse des investissements combinée à 1/ une variation du BFR de -27,7 M€ et 2/ à l'impact de -18,6 M€ de la déconsolidation de la JV en Chine (un élément déjà connu) ne sont pas compensés par l'amélioration de l'EBITDA. Le Groupe consomme ainsi 48,8 M€ en 2022, faisant ressortir la trésorerie à 33,9 M€ (dette financière nette de 40,5 M€).

## Perspectives

Actuellement engagé dans son nouveau plan stratégique à 2027, SES ouvre une nouvelle phase d'investissements en R&D – indispensable pour maintenir l'avance du Groupe et lui permettre



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

de répondre aux besoins de ses clients – qui devrait se poursuivre sur l'exercice en cours. En 2023, le Groupe réitère son objectif d'un chiffre d'affaires de plus de 800 M€.

Dans le même temps, l'évolution favorable du coût des composants, la reprise de l'euro face au dollar et la poursuite de la pénétration des VAS dans le mix produits devraient permettre de poursuivre l'amélioration de la rentabilité du Groupe dans son ensemble. Pour 2023, nous maintenons notre attente de chiffre d'affaires à 801,9 M€ et, dans ce contexte d'investissements importants ajustons notre marge d'EBIT à 8,8% (vs 9,2%).

#### **Recommandation**

**Suite à cette publication, notre objectif de cours ressort inchangé à 170,00 € et notre recommandation reste à Achat.**



Le  
Zapping  
des  
smalls

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

## Présentation de la société

Número 1 mondial des solutions digitales pour le commerce physique, SES-imagotag dispose d'une réelle capacité d'innovation technologique et d'une profonde connaissance des métiers du commerce. Le groupe a réussi en quelques années à s'imposer auprès des acteurs du Retail, en témoigne la signature en 2022 d'un partenariat d'envergure avec Walmart.

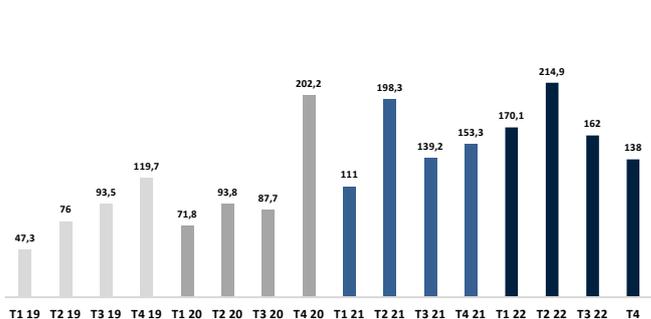
Courant novembre 2022, le Groupe a annoncé un nouveau plan stratégique visant à accélérer fortement sur les prochaines années avec comme ligne de mire l'atteinte, entre autre, d'un chiffre d'affaires de 2,2 Mds€ à l'horizon 2027.

Concrètement, ce plan s'articule autour de 5 grands piliers avec 1/ la réalisation en 2027 d'un chiffre d'affaires de 2,2 Mds€, dont 40% en Amérique du Nord, et l'installation de 1 Mds d'étiquettes connectées, 2/ la continuité d'une approche customer centric avec l'atteinte d'un NPS de 70, 3/ la poursuite de la pénétration du Cloud et des services à valeur ajoutée (VAS) pour totaliser 30% du mix produit, 4/ l'atteinte d'une marge d'EBITDA de 22% et enfin 5/ la réduction drastique de l'impact de la société sur son environnement (E-NPS 50-70, carbon intensity -30/40%)

## Evolution du cours (base 100)



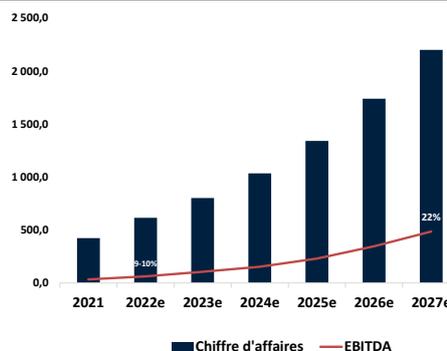
## Evolution du carnet de commandes (M€)



## Argumentaire d'investissement

- **Une véritable machine commerciale.** La société compte parmi ses clients plus de 300 enseignes dans le monde et équipe plus de 30 000 magasins. Le Groupe a mis en place une vraie machine commerciale, qui a permis en 2021 de totaliser plus de 600 M€ de prises de commandes, en croissance de plus de 30%.
- **Un écosystème de partenaires.** Dès 2017 la société s'est adossée à BOE Technology, leader mondial des écrans LCD et Oled, lui permettant de disposer de l'expertise du groupe chinois mais aussi de disposer d'une usine ultra moderne construite en Chine et permettant de fabriquer plus de 150 millions d'étiquettes électroniques à des niveaux de compétitivité sans précédent. SES-imagotag s'est aussi associée avec E-Ink, leader de la technologie de l'encre électronique et du papier intelligent ePaper, permettant de sécuriser l'approvisionnement de cet élément central des étiquettes électroniques, ainsi qu'avec Qualcomm, spécialiste américain dans la fourniture de solutions de télécommunications.
- **Un levier sur les marges.** SES-imagotag a développé une gamme de services logiciels, disposant de marges importantes. Et la montée en puissance de ces solutions dans le mix produits permet aujourd'hui à la société de faire face à l'augmentation des coûts des composants électroniques tout en améliorant sa marge opérationnelle.
- **Fort de cette avance technologique indéniable et d'une vraie visibilité** quant à la génération de chiffre d'affaires, la société devrait atteindre rapidement son objectif à 2023 : celui de totaliser 800 M€ de revenus. La profondeur du carnet de commandes, la poursuite de la montée en puissance des services et l'excellente dynamique de croissance du groupe devraient lui permettre ensuite de conforter sa place de leader incontesté de la digitalisation du Retail.

## Synthèse des éléments financiers 22-27e (en M€)



Compte de résultat (M€)	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Chiffre d'affaires	247,6	290,3	422,9	620,9	801,9	1036,3
Excédent brut d'exploitation	2,1	15,9	33,7	58,6	102,8	154,5
<b>Résultat opérationnel courant</b>	<b>-14,6</b>	<b>-5,0</b>	<b>5,2</b>	<b>31,4</b>	<b>70,7</b>	<b>119,3</b>
Résultat opérationnel	-14,6	-5,0	5,2	31,6	70,7	119,3
Résultat financier	-2,3	-3,8	-1,1	-6,1	-6,1	-6,1
Impôts	3,8	1,2	-2,0	-6,8	-17,1	-30,0
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	-0,7	-0,8	-0,7	-6,3	-16,1	-28,2
<b>Résultat net</b>	<b>-13,1</b>	<b>-7,6</b>	<b>2,1</b>	<b>18,7</b>	<b>47,5</b>	<b>83,2</b>
Bilan (M€)	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Actifs non courants	153,7	166,5	177,8	202,2	226,2	263,6
<i>dont goodwill</i>	<i>51,3</i>	<i>51,3</i>	<i>51,3</i>	<i>51,3</i>	<i>51,3</i>	<i>51,3</i>
BFR	31,7	9,2	16,5	53,1	50,8	42,3
<b>Disponibilités + VMP</b>	<b>73,1</b>	<b>88,6</b>	<b>89,8</b>	<b>34,0</b>	<b>43,8</b>	<b>69,8</b>
Capitaux propres	171,1	164,9	182,4	194,8	226,2	281,2
Emprunts et dettes financières	55,8	84,8	81,5	74,4	74,4	74,4
<b>Total Bilan</b>	<b>395,5</b>	<b>461,0</b>	<b>545,2</b>	<b>674,7</b>	<b>816,3</b>	<b>1 013,7</b>
Tableau de flux (M€)	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Marge Brute d'autofinancement	-2,5	9,2	34,6	43,9	79,6	118,4
Variation de BFR	25,9	20,4	-2,8	-36,7	2,4	8,4
<b>Flux net de trésorerie généré par l'activité</b>	<b>23,4</b>	<b>29,6</b>	<b>31,8</b>	<b>7,2</b>	<b>82,0</b>	<b>126,8</b>
Investissements opérationnels nets	-38,8	-29,5	-29,9	-51,5	-56,1	-72,5
Investissements financiers nets	0,8	3,5	4,2	0,0	0,0	0,0
<b>Flux nets de trésorerie liés aux investissements</b>	<b>-38,0</b>	<b>-26,6</b>	<b>-30,5</b>	<b>-51,5</b>	<b>-56,1</b>	<b>-72,5</b>
Augmentation de capital	34,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	24,1	29,0	-3,3	-7,1	0,0	0,0
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Flux nets de trésorerie liés au financement</b>	<b>58,3</b>	<b>12,6</b>	<b>-0,2</b>	<b>-7,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Variation de trésorerie	43,6	15,5	1,2	-51,4	25,9	54,2
Ratios (%)	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Variation chiffre d'affaires</b>	<b>31,8%</b>	<b>17,2%</b>	<b>45,7%</b>	<b>46,8%</b>	<b>29,1%</b>	<b>29,2%</b>
Marge EBE	1%	5%	8%	9%	13%	15%
<b>Marge opérationnelle courante</b>	<b>-6%</b>	<b>-2%</b>	<b>1%</b>	<b>5%</b>	<b>9%</b>	<b>12%</b>
Marge opérationnelle	-6%	-2%	1%	5%	9%	12%
Marge nette	-5%	-3%	1%	3%	6%	8%
Investissements opérationnels nets/CA	16%	10%	7%	8%	7%	7%
BFR/CA	13%	3%	4%	9%	6%	4%
ROCE	-5%	-2%	2%	9%	19%	29%
ROCE hors GW	-7%	-3%	2%	11%	23%	34%
ROE	-7%	-4%	2%	6%	14%	20%
Payout	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Dividend yield	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Ratios d'endettement	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Gearing (%)</b>	<b>-10%</b>	<b>-2%</b>	<b>-5%</b>	<b>21%</b>	<b>14%</b>	<b>2%</b>
Dette nette/EBE	-8,1	-0,2	-0,2	0,7	0,3	0,0
EBE/charges financières	1,1	5,3	39,5	9,6	16,9	25,3
Valorisation	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Nombre d'actions (en millions)	15,8	15,8	15,8	15,8	15,8	15,8
Nombre d'actions moyen (en millions)	15,1	15,8	15,8	15,8	15,8	15,8
Cours (moyenne annuelle en euros)	29,0	26,0	50,0	92,6	105,0	105,0
(1) Capitalisation boursière moyenne	438,8	409,9	788,1	1 458,8	1 654,9	1 654,9
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	-17,3	-3,8	-8,3	40,4	30,6	4,5
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(4) Valeur des actifs financiers	1,1	1,3	1,4	1,4	1,4	1,4
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	420,4	404,8	778,4	1 497,8	1 684,1	1 658,0
<b>PER</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>275,0</b>	<b>117,6</b>	<b>52,7</b>	<b>30,1</b>
VE / EBE	206,9	25,5	23,2	25,6	16,4	10,7
<b>VE / ROC</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>148,7</b>	<b>47,7</b>	<b>23,8</b>	<b>13,9</b>
VE / CA	1,8	1,4	1,8	2,4	2,1	1,6
P/B	2,7	2,5	4,3	7,5	7,3	5,9
Données par action (€)	2019	2020	2021	2022	2023	2024
<b>Bnpa</b>	<b>-0,79</b>	<b>-0,44</b>	<b>0,18</b>	<b>0,77</b>	<b>1,99</b>	<b>3,49</b>
Book value/action	10,9	10,5	11,6	12,4	14,4	17,8
Dividende /action	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

## Analyste

Louis-Marie de Sade

01 44 70 20 77

Imdesade@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 :**

**Achat**: Depuis le 22/09/2020

**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 SES-imagotag (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