

VusionGroup (ex SES-Imagotag)

Electronique

Achat

Objectif de cours	190€ (vs 180€)
Cours au 27/03/2024	128,4 €
Potentiel	48,0%

Données valeur

SESL.PA / SESL FP	
Euronext B	
Capitalisation (M€)	2 049,1
Nb de titres (en millions)	16,0
Volume moyen 12 mois (titres)	36 784
Extrêmes 12 mois	66,0 € 173,8 €

Performances boursières

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	-8,0%	-20,4%	-5,2%	15,7%
Perf CAC Small	-0,4%	-0,7%	0,8%	-3,7%

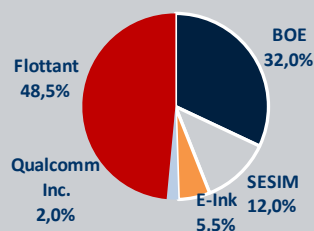
Données financières (en M€)

au 31/12	2022	2023e	2024e	2025e
CA	620,9	802,0	1 037,7	1 347,5
var %	46,8%	29,2%	29,4%	29,9%
EBE	58,6	102,3	143,0	204,9
% CA	9,4%	12,8%	13,8%	15,2%
ROC	31,7	65,8	95,8	137,6
% CA	5,1%	8,2%	9,2%	10,2%
RN	18,6	79,6	63,3	94,6
% CA	3,0%	9,9%	6,1%	7,0%
Bnpa (€)	1,2	2,2	4,0	5,9
ROCE (%)	11,6%	27,1%	33,3%	47,3%
ROE (%)	9,7%	28,9%	21,7%	29,4%
Gearing (%)	20,9%	-10,0%	-3,3%	-11,9%
Dettes nettes (ex IFRS 16)	40,5	-27,2	-9,5	-38,2
Dividende n (€)	0,0	0,0	0,3	0,4
Yield (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Multiples de valorisation

	2022	2023e	2024e	2025e
VE/CA (x)	2,4	2,5	1,9	1,5
VE/EBE (x)	25,4	19,6	14,1	9,7
VE/ROC (x)	47,3	30,4	21,1	14,5
P/E (x)	77,9	25,7	32,4	21,7

Actionnariat



Résultats annuels excellents

Publication des résultats 2023

Après avoir publié un chiffre d'affaires annuel en croissance de +29%, à 802 M€ (805,6 M€ en ajusté, voir flash précédent), VusionGroup communique des résultats solides. L'EBITDA IFRS du groupe ressort à 102,3 M€ (marge de 12,8%, +340 bps), légèrement au-dessus de nos attentes et du consensus (c99,5 M€) sous l'effet d'une très forte amélioration de la MCV. La génération de cash est également largement positive sur l'exercice, et un premier dividende a été, comme prévu, annoncé par la direction. La guidance est de bonne facture avec la visée du milliard d'euros de CA en 2024 et une poursuite de l'amélioration de la rentabilité (+50-100 bps sur la marge d'EBITDA ajustée).

+400 bps sur la MCV

Sur l'exercice 2023, la MCV du groupe ressort en hausse de +400 bps, à 25,2%, et a largement bénéficié 1/ de meilleures conditions d'achat sur les composants, 2/ d'un effet positif (non quantifié) de la parité EUR/USD et 3/ de l'appréciation des marges sur les ESL et les VAS, notamment du fait d'un accroissement de la part récurrente dans le mix de ces derniers.

Légère déception sur l'évolution relative des OPEX

La petite (et relative) déception du communiqué vient de la progression du ratio OPEX/CA, qui s'établit à 12,4% (+70 bps vs 11,7% en 2022). L'intégration de Believe et Memory, qui opèrent des modèles légèrement plus lourds sur la part relative des charges opérationnelles que VusionGroup, a pesé, ainsi qu'une légère dégradation du mix ESL/VAS. L'essentiel de la progression de la marge d'EBITDA est ainsi due à celle de la MCV. Pour contextualiser, cette progression se chiffre à +500 bps sur deux ans malgré l'absence de levier opérationnel sur 2023, avec une croissance de pourtant +30%.

Le bas du P&L est par ailleurs surtout impacté par 1/ des one-offs et du non cash pour 14,3 M€ (dont 12,4 M€ lié à des plans d'AGA), 2/ un alourdissement de la charge d'intérêt du fait du refinancement d'une partie de la dette du groupe et 3/ un produit financier non cash de 48,6 M€ lié à la réévaluation de la juste valeur des warrants attribués à Walmart. Le RN du groupe s'établit ainsi à 79,6 M€ et le RN que l'on peut qualifier d'économique (hors IFRS 15) à 34,6 M€, un niveau presque 2x supérieur à celui de 2022 (18,6 M€).

Le groupe est maintenant net cash

La génération de free cash flow a été positive sur les deux semestres pour Vusion. Si le BFR a bénéficié d'un acompte conséquent de Walmart au S1, nous notons de manière plus importante une nette amélioration du BFR opérationnel, qui ressort à 15% du CA, soit 45 jours (vs 79 en 2022). Combinée à une forte progression de l'EBITDA, cette variation positive a largement couvert les CAPEX du groupe (87,5 M€, dont 16,5 M€ financés par un client et donc sans impact cash) et a permis de dégager un FCF (non normatif) de 157,4 M€. VusionGroup présente désormais une position de trésorerie nette positive (ex IFRS 16) de 27,2 M€, contre une dette nette de -40,5 M€ en 2022.

Comme annoncé précédemment par le management, la situation financière du groupe lui permet de proposer un dividende de 0,30€ pour la première fois de son histoire. Ce dividende implique un rendement timide (0,5% au cours actuel) mais est une marque de confiance de plus dans la solidité du modèle de VusionGroup et son évolution positive.



Pierre LAURENT

Analyste

01 44 70 20 78

pl Laurent@elcorp.com



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

Perspectives

La société est plus que jamais engagée dans son plan à 2027 en réalisant à nouveau un exercice de très bonne facture. Pour 2024, VusionGroup annonce une guidance d'un milliard d'euros de CA, impliquant une nouvelle croissance de +30%, et une amélioration de 50 à 100 bps de sa marge d'EBITDA ajustée.

Concernant la top line, celle-ci sera principalement tirée par une très forte accélération aux Etats-Unis (le groupe table sur plus de +100% de croissance). Le chiffre d'affaires réalisé en Europe devrait lui temporairement décroître par rapport au niveau historique de 2023, pour ensuite repartir de l'avant en 2025. Comme annoncé, le deuxième semestre devrait également afficher un taux de croissance supérieur (30% à 40%) à celui du S1 (10% à 15%). Enfin, par produit, les VAS devraient continuer leur progression pour s'établir entre 120 M€ et 140 M€ de revenus soit, en milieu de fourchette, 13% d'un CA potentiel à 1 Md€ (vs 13,6% en 2023). La récurrence des VAS devrait continuer sur une tendance très positive.

Sur la rentabilité, les gains de marge devraient à nouveau être tirés par la progression de la marge brute. Le levier opérationnel sera à nouveau limité sur l'exercice du fait du lancement d'une importante campagne de recrutements sur les fonctions corporate, campagne indispensable et destinée à accompagner le passage à l'échelle rapide de la société.

Après avoir revu notre modèle, nous maintenons notre prévision de CA 2024e à 1 037,7 M€, impliquant une croissance de près de 30%. Sur la rentabilité, nous attendons à présent 143 M€ d'EBITDA (nous ne modélisons aucun ajustement relatif à IFRS 15), contre 155 M€ précédemment, faisant ressortir une marge de 13,8% (+60 bps vs la marge 2023 ajustée), et un RN de 63,3 M€. Hors nouvel acompte, que nous ne pouvons par essence pas prévoir, nous modélisons un FCF de 30 M€, soit 2,8% du CA, avec des CAPEX de retour à un niveau plus normatif (6% du CA). Malgré le paiement du dividende, la société devrait rester en position de trésorerie nette positive. A plus long terme et en phase avec la guidance fournie, nous pensons que la génération de FCF du groupe devrait converger vers les 5% de ses revenus (>20% de conversion de l'EBITDA).

Recommandation

Nous confirmons notre recommandation à Achat et révisions à la hausse notre objectif de cours à 190€ (vs 180e précédemment) sur la valeur. Nous réaffirmons notre opinion largement positive sur un dossier qui regroupe de nombreuses qualités.



Pierre LAURENT

Analyste

01 44 70 20 78

pl Laurent@elcorp.com



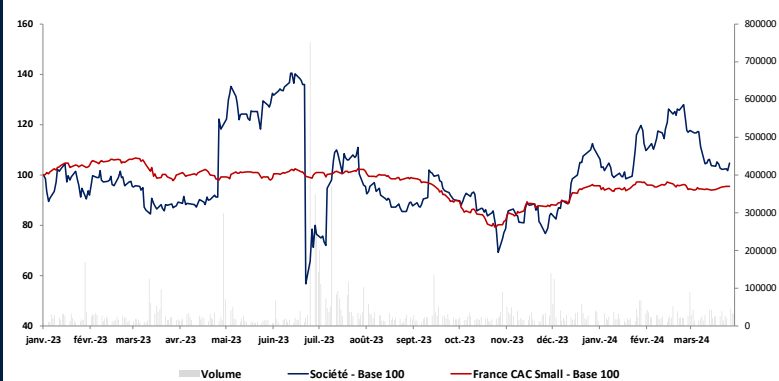
Retrouvez l'actualité boursière des small caps chaque jour dans votre boîte mail, gratuitement. [Inscription ici.](#)

Présentation de la société

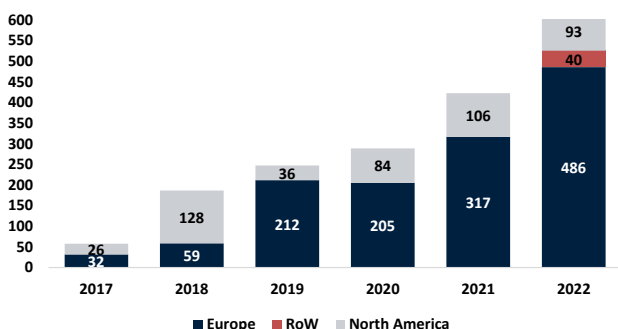
Fort d'un chiffre d'affaires de plus de 800 M€ en 2023, VusionGroup (ex SES-Imagotag) est le leader mondial des solutions digitales pour le commerce physique. La société, qui compte plus de 350 clients grands comptes, conçoit et déploie pour les acteurs du retail des étiquettes électroniques et des solutions IoT (via sa plateforme VUSION) destinées à les aider dans leur transformation digitale.

Avec un plan stratégique qui vise à horizon 2027, entre autres, l'atteinte d'un CA de 2,2 Mds€ et d'une marge d'EBITDA de 22%, le groupe semble armé pour poursuivre sa conquête du marché mondial, fort d'un management hors du commun et d'une qualité d'exécution sans commune mesure. Le récent contrat signé avec Walmart, qui offre un potentiel de 3 Mds€ de revenus pour Vusion dans les 5 à 7 ans à venir, sécurise par ailleurs grandement le développement à moyen et long terme de la société.

Evolution du cours (base 100)



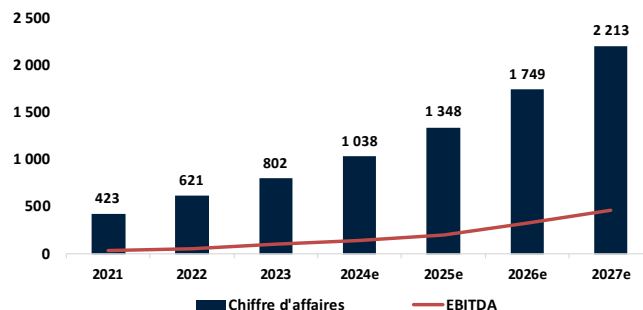
Mix géographique CA, 2017-2022 (M€)



Argumentaire d'investissement

- **Une véritable machine commerciale.** La société compte parmi ses clients plus de 350 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 2023 de réaliser plus de 800 M€ de chiffre d'affaires, contre 150 M€ en 2017 (TCAM c30%)
- **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 qui fabrique plus de 150 millions d'étiquettes électroniques à des niveaux de compétitivité sans précédent. VusionGroup s'est aussi associée avec E-Ink, leader de la technologie de l'encre électronique, ou encore Qualcomm, qui a pris une participation au capital du groupe
- **Une plateforme à la pointe.** Avec sa marque VUSION, VusionGroup dispose d'une plateforme essentielle à la digitalisation des commerces (automatisation, pilotage de la donnée, omni-canalité, optimisation de la préparation de commandes, etc.)
- **Un plan ambitieux et créateur de valeur.** A horizon 2027, le groupe ambitionne de 1/ réaliser un chiffre d'affaires de 2,2 Mds€, dont 40% en Amérique du Nord, et installer plus d'un milliard d'étiquettes connectées, 2/ continuer son approche customer centric avec l'atteinte d'un NPS de 70, 3/ poursuivre la pénétration du Cloud et des services à valeur ajoutée (VAS) pour atteindre 30% du mix produit, 4/ atteindre une marge d'EBITDA de 22% et enfin drastiquement réduire l'impact carbone de la société sur son environnement (E-NPS 50-70, carbon intensity -30/40%).

Prévisions Euroland CA & EBITDA, 2021-2027e (M€)



Compte de résultat (M€)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Chiffre d'affaires	247,6	290,3	422,9	620,9	802,0	1 037,7	1 347,5
Excédent brut d'exploitation	4,0	16,0	32,4	58,6	102,3	143,0	204,9
EBE ajusté	4,0	16,0	32,4	58,6	106,0	143,0	204,9
Résultat opérationnel courant	-14,6	-5,0	5,2	31,7	65,8	95,8	137,6
Résultat opérationnel	-14,6	-5,0	5,2	31,7	51,5	95,8	137,6
Résultat financier	-2,3	-3,8	-1,1	-6,1	43,0	-11,4	-11,4
Impôts	3,8	1,2	-2,0	-7,1	-14,9	-21,1	-31,5
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	-0,7	-0,8	-0,7	0,4	0,0	0,0	0,0
Résultat net	-13,1	-7,6	2,1	18,6	79,6	63,3	94,6
Résultat net ajusté	-13,1	-7,6	2,1	18,6	34,6	63,3	94,6
Bilan (M€)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Actifs non courants	153,7	166,5	177,8	216,4	350,4	365,4	378,9
<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>	<i>51,3</i>
Disponibilités + VMF	73,1	88,6	89,8	33,9	199,9	182,3	210,9
Capitaux propres	171,1	164,9	182,4	193,3	272,9	288,4	319,8
Dettes financières hors IFRS 16	55,8	84,8	81,5	74,4	172,7	172,7	172,7
Total Bilan	395,5	461,0	545,2	536,7	894,1	1 034,9	1 226,0
Tableau de flux (M€)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Marge brute d'autofinancement	-2,5	9,2	34,6	52,2	86,7	110,5	162,0
Variation de BFR	25,9	20,4	-2,8	-32,2	155,9	-18,2	10,8
Flux net de trésorerie généré par l'activité	23,4	29,6	31,8	20,0	242,6	92,4	172,8
CAPEX nets	-38,8	-29,5	-29,9	-51,0	-87,5	-62,3	-80,9
FCF	-15,4	0,1	1,8	-31,0	155,1	30,1	91,9
Investissements financiers nets	0,8	3,5	4,2	-15,7	-86,8	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-38,0	-26,6	-30,5	-66,7	-174,3	-62,3	-80,9
Augmentation de capital	34,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	24,1	29,0	-3,3	-7,0	98,3	0,0	0,0
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-47,8	-63,3
Autres	-0,1	0,1	0,0	-0,5	-5,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés au financement	58,3	12,6	-0,2	-9,1	97,7	-47,8	-63,3
Variation de trésorerie	43,6	15,5	1,2	-55,9	166,0	-17,7	28,7
Ratios (%)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Variation chiffre d'affaires	31,8%	17,2%	45,7%	46,8%	29,2%	29,4%	29,9%
Marge EBE	1,6%	5,5%	7,7%	9,4%	12,8%	13,8%	15,2%
Marge opérationnelle courante	-5,9%	-1,7%	1,2%	5,1%	8,2%	9,2%	10,2%
Marge opérationnelle	-5,9%	-1,7%	1,2%	5,1%	6,4%	9,2%	10,2%
Marge nette	-5,3%	-2,6%	0,5%	3,0%	9,9%	6,1%	7,0%
CAPEX (% CA)	15,7%	10,2%	7,1%	8,2%	10,9%	6,0%	6,0%
ROCE	-5,2%	-1,9%	1,8%	9,3%	21,1%	26,9%	38,3%
ROCE hors GW	-7,2%	-2,7%	2,4%	11,6%	27,1%	33,3%	47,3%
ROE	-7,3%	-4,2%	1,6%	9,7%	28,9%	21,7%	29,4%
Payout	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	6,0%	10,0%	12,0%
Dividend yield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,2%	0,3%	0,6%
Ratios d'endettement	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Gearing (%)	-10%	-2%	-5%	21%	-10%	-3%	-12%
Dettes nettes/EBE	-4,3	-0,2	-0,3	0,7	-0,3	-0,1	-0,2
EBE/charges financières	1,1	5,3	39,5	10,2	2,4	12,5	18,0
Valorisation	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nombre d'actions (en millions)	15,8	15,8	16,0	16,0	16,0	16,0	16,0
Nombre d'actions moyen (en millions)	15,1	15,8	15,9	16,0	16,0	16,0	16,0
Cours (moyenne annuelle en euros)	29,0	26,0	50,0	92,6	128,4	128,4	128,4
(1) Capitalisation boursière moyenne	438,8	409,9	793,1	1 477,1	2 049,1	2 049,1	2 049,1
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	-17,3	-3,8	-8,3	40,5	-27,2	-9,5	-38,2
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0
(4) Valeur des actifs financiers	1,1	1,3	1,4	20,2	20,2	20,2	20,2
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(-4)	420,4	404,8	783,4	1 497,4	2 001,7	2 019,3	1 991,7
VE/CA	1,8x	1,4x	1,9x	2,4x	2,5x	1,9x	1,5x
VE/EBE	ns	25,5x	23,4x	25,4x	19,6x	14,1x	9,7x
VE/ROC	ns	ns	ns	47,3x	30,4x	21,1x	14,5x
P/E	ns	ns	ns	77,9x	25,7x	32,4x	21,7x
P/B	2,7x	2,5x	4,4x	7,6x	7,5x	7,1x	6,4x
P/CF	18,0x	13,7x	24,7x	74,7x	8,3x	21,9x	11,5x
FCF yield (%)	ns	0,0%	0,2%	ns	7,7%	1,5%	4,6%
Données par action (€)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Bnpa	-0,79	-0,44	0,18	1,19	2,17	3,97	5,93
Book value/action	10,9	10,5	11,4	12,1	17,1	18,1	20,0
Dividende /action	0,00	0,00	0,00	0,00	0,30	0,40	0,71

Pierre LAURENT

Analyste

01 44 70 20 78

pl Laurent@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 VusionGroup (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