

# VusionGroup

Achat

Capitalisation (M€)	3 310,8	Ticker	VU.PA / VU.FP	Electronique
Objectif de cours	240,00 € (vs 215,00 €)	Nb de titres (en millions)	16,1	Flash valeur
Cours au 23/04/2025	206,00 €	Volume moyen 12m (titres)	25 385	24/04/2025
Potentiel	16,5%	Extrêmes 12m (€)	122,20€/213,40€	

## Excellent début d'exercice

### A retenir

- CA T1 2025 ajusté en hausse de +31%
- Très forte progression des VAS (+71%) et un niveau de prise de commandes toujours impressionnant
- Objectifs 2025 et 2027 réitérés

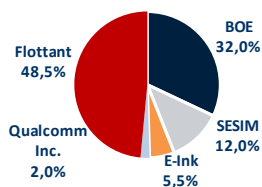
#### Données financières (en M€)

au 31/12	2023	2024e	2025e	2026e
CA ajusté	805,7	1 010,4	1 417,6	1 857,5
var %	29,2%	25,4%	40,3%	31,0%
EBITDA ajusté	106,0	160,5	243,6	365,1
% CA ajusté	13,2%	15,9%	17,2%	19,7%
RN ajusté	34,6	53,4	106,5	188,0
% CA ajusté	4,3%	5,3%	7,5%	10,1%
RN	79,6	-28,9	28,6	86,0
% CA	9,9%	-3,0%	2,1%	4,9%
Bnpa ajusté (€)	1,91	2,95	5,89	10,41
ROCE (%)	12,8%	329,3%	44,2%	25,7%
ROE (%)	28,4%	-8,3%	6,4%	16,5%
Gearing (%)	-9,8%	-113,7%	-94,0%	-40,9%
Dette nette (ex IFRS 16)	-27,3	-391,0	-414,2	-212,1
Dividende n (€)	0,3	0,6	0,5	1,6
Yield (%)	0,3%	0,4%	0,3%	0,8%

#### Multiples de valorisation

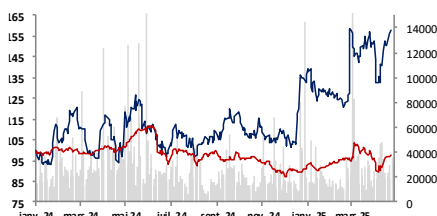
	2023	2024e	2025e	2026e
VE/CA (x)	2,4	2,0	2,2	1,8
VE/EBE (x)	21,5	23,0	25,4	14,6
VE/ROC (x)	36,7	79,5	62,0	25,1
P/E (x)	24,2	ns	115,9	38,5

#### Actionariat



#### Performances boursières

	Ytd	1m	3m	12m
Performances (%)	14,7%	5,1%	20,3%	66,9%



### Publication du CA T1 2025

Après avoir publié des résultats 2024 historiques (CA ajusté qui dépasse le milliard d'euros, marge d'EBITDA ajustée +270 bps, FCF ajusté c90 M€), VusionGroup communique un chiffre d'affaires T1 2025 de nouveau record. Il s'établit, en données ajustées, à 232,8 M€, soit une croissance de +31% (dont +71% sur les VAS). Le niveau de prise de commandes se rapproche quant à lui des 2 Md€ sur douze mois glissants. Malgré un contexte macroéconomique instable, VusionGroup confirme par ailleurs l'ensemble de ses guidances.

### Les USA, toujours le principal catalyseur de croissance

À l'image de la tendance observée en 2024, la zone Amériques continue d'être le moteur de la croissance du groupe, notamment aux Etats-Unis, où les déploiements pour Walmart se poursuivent à un rythme soutenu. La zone enregistre une progression des ventes de +99,7% (142,8 M€ en données ajustées) et représente désormais 61% du mix de VusionGroup. A contrario, la zone EMEA affiche un nouveau trimestre de décroissance, comme attendu (90 M€ soit -15,3%). Le segment n'a pas encore bénéficié des commandes de fin d'année du fait des temps de production et de livraison du groupe (environ six mois entre la prise de commandes et la reconnaissance du CA).

### Des VAS qui décollent

Les VAS, de leur côté, ressortent à 33,3 M€, soit une croissance plus de 2x supérieure à celle du groupe (+70,8%). Ils représentent, sur le trimestre, 14,3% du chiffre d'affaires consolidé de VusionGroup (vs 10,5% en 2024). Cette accélération est principalement tirée par le software selon le management (OX). La part récurrente des VAS continue par ailleurs de dépasser les 50% du mix du segment.

### Nouveau record sur la prise de commandes

La dynamique commerciale du groupe continue de s'intensifier. Avec 532 M€ de nouvelles commandes sur le T1 (+94%), VusionGroup signe un nouveau record et enregistre un ratio



book-to-bill au plus haut (>2x). Sur douze mois glissants, le carnet de commandes atteint 1,9 Md€ et devrait rapidement dépasser la barre symbolique des 2 Md€.

#### Des perspectives maintenues

Avec un carnet de commandes à son plus haut, l'accélération des VAS, la poursuite des déploiements aux Etats-Unis et le début des livraisons en Europe, VusionGroup est très bien armé pour affronter la suite de l'exercice. La direction réitère ainsi logiquement ses guidances, à la fois sur 2025 (CA en hausse d'environ +40% avec des VAS en progression de +80%, marge d'EBITDA ajustée +100-200 bps, FCF positif) et sur 2027 (CA 2,2 Md€ et marge d'EBITDA 22%). Nous sommes alignés et maintenons nos estimations (CA ajusté 2025 de 1 417,6 M€ pour une marge d'EBITDA de 17,2% soit +130 bps).

Concernant le contexte macroéconomique incertain et pour le moins fluctuant, le management a indiqué, à ce stade, vouloir poursuivre sa feuille de route, sans ralentissement des déploiements, en ligne avec la volonté des donneurs d'ordre. Nous rappelons par ailleurs que VusionGroup est fabless et dispose de capacités de production auprès des grands EMS (Jabil, Foxconn) qui lui permettent une certaine flexibilité, notamment géographique (Mexique, Vietnam, USA), contrairement à certains concurrents directs.

#### Recommandation

Nous réitérons notre recommandation à Achat et réhaussons notre objectif de cours à 240,00 € (vs 215,00 € précédemment) après la mise à jour de nos hypothèses de valorisation.



## Présentation de la société

Fort d'un chiffre d'affaires ajusté qui dépasse le milliard d'euros en 2024, 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 Md€ 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 Md€ 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.

## Argumentaire d'investissement

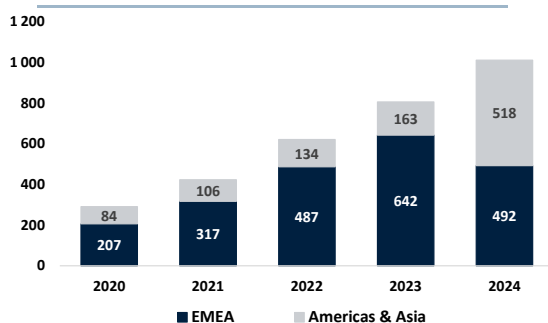
**Une véritable machine commerciale.** La société compte parmi ses clients plus de 350 enseignes dans le monde et équipe plus de 30 000 magasins. Le groupe a mis en place une vraie machine commerciale, qui a permis en 2024 de réaliser plus de 1 Md€ de chiffre d'affaires ajusté, contre 150 M€ en 2017 (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.

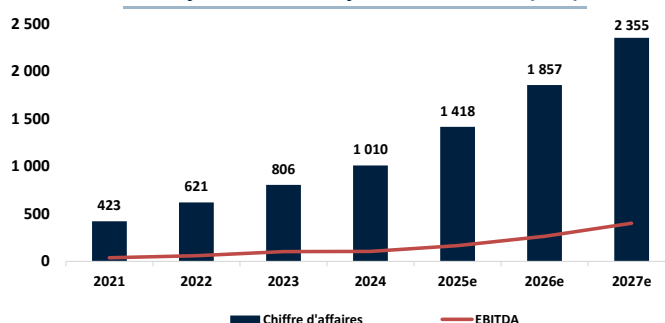
**Une plateforme à la pointe.** Avec sa marque VUSION, VusionGroup dispose d'une plateforme essentielle à la digitalisation des commerces (automatisation, pilotage de la donnée, omni-canalité, optimisation de la préparation de commandes, etc.).

**Un plan ambitieux et créateur de valeur.** A horizon 2027, le groupe ambitionne de 1/ réaliser un chiffre d'affaires de 2,2 Md€, 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 et enfin 4/ atteindre une marge d'EBITDA de 22%.

Mix géographique, 2017-2023 (M€)



CA adj. & EBITDA adj., est. Euroland (M€)



Compte de résultat (M€)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Chiffre d'affaires (pre IFRS 15)	290,3	422,9	620,9	805,7	1 010,4	1 417,6	1 857,5
Chiffre d'affaires (IFRS)	290,3	422,9	620,9	802,0	954,7	1 339,7	1 755,4
EBITDA	18,0	37,3	58,6	102,3	104,8	165,7	263,0
<b>EBITDA ajusté (pre IFRS 15)</b>	<b>18,0</b>	<b>37,3</b>	<b>58,6</b>	<b>106,0</b>	<b>160,5</b>	<b>243,6</b>	<b>365,1</b>
EBIT	-5,0	5,2	31,7	51,5	23,4	46,5	123,0
Résultat financier	-3,8	-1,1	-6,1	43,0	-50,1	-8,4	-8,4
Impôts	1,2	-2,0	-7,1	-14,9	-2,2	-9,5	-28,7
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	-0,8	-0,7	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Résultat net ajusté</b>	<b>-6,9</b>	<b>2,9</b>	<b>19,0</b>	<b>34,6</b>	<b>53,4</b>	<b>106,5</b>	<b>188,0</b>
Résultat net	-7,6	2,1	18,6	79,6	-28,9	28,6	86,0
Bilan (M€)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Actifs non courants	166,5	177,8	216,4	376,7	477,2	594,2	747,5
<i>dont goodwill</i>	<i>51,3</i>	<i>51,3</i>	<i>51,3</i>	<i>122,8</i>	<i>122,8</i>	<i>122,8</i>	<i>122,8</i>
<b>Disponibilités + VMP</b>	<b>88,6</b>	<b>89,8</b>	<b>33,9</b>	<b>199,9</b>	<b>533,8</b>	<b>557,0</b>	<b>354,9</b>
Capitaux propres	164,9	182,4	193,3	276,9	343,9	440,8	518,1
Dettes financières hors IFRS 16	84,8	81,5	74,4	172,7	142,8	142,9	142,9
<b>Total Bilan</b>	<b>461,0</b>	<b>545,2</b>	<b>536,7</b>	<b>1 051,9</b>	<b>1 550,7</b>	<b>1 926,2</b>	<b>2 117,8</b>
Tableau de flux (M€)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Marge brute d'autofinancement	9,2	34,6	52,2	92,4	144,1	173,5	173,7
Variation de BFR	20,4	-2,8	-32,2	155,9	397,2	43,4	-126,2
<b>Flux net de trésorerie généré par l'activité</b>	<b>29,6</b>	<b>31,8</b>	<b>20,0</b>	<b>248,3</b>	<b>541,3</b>	<b>216,8</b>	<b>47,5</b>
CAPEX nets	-29,5	-29,9	-51,0	-87,5	-158,0	-184,0	-241,0
<b>FCF</b>	<b>0,1</b>	<b>1,8</b>	<b>-31,0</b>	<b>160,8</b>	<b>383,3</b>	<b>32,9</b>	<b>-193,5</b>
Investissements financiers nets	3,5	4,2	-15,7	-80,7	0,0	0,0	0,0
<b>Flux nets de trésorerie liés aux investissements</b>	<b>-26,6</b>	<b>-30,5</b>	<b>-66,7</b>	<b>-168,2</b>	<b>-158,0</b>	<b>-184,0</b>	<b>-241,0</b>
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	29,0	-3,3	-7,0	93,8	-29,8	0,0	0,0
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	-4,8	-9,6	-8,6
Autres	0,1	0,0	-0,5	-4,5	-14,8	0,0	0,0
<b>Flux nets de trésorerie liés au financement</b>	<b>12,6</b>	<b>-0,2</b>	<b>-9,1</b>	<b>85,8</b>	<b>-49,4</b>	<b>-9,6</b>	<b>-8,6</b>
Variation de trésorerie	15,5	1,2	-55,9	166,0	333,9	23,2	-202,1
Ratios (%)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Variation chiffre d'affaires</b>	<b>17,2%</b>	<b>45,7%</b>	<b>46,8%</b>	<b>29,2%</b>	<b>19,0%</b>	<b>40,3%</b>	<b>31,0%</b>
Marge EBE	6,2%	8,8%	9,4%	12,8%	11,0%	12,4%	15,0%
Marge opérationnelle courante	-1,7%	1,2%	5,1%	6,4%	2,5%	3,5%	7,0%
Marge nette	-2,6%	0,5%	3,0%	9,9%	-3,0%	2,1%	4,9%
CAPEX (% CA)	10,2%	7,1%	8,2%	10,9%	16,5%	13,7%	13,7%
ROCE	-1,9%	1,8%	9,3%	12,8%	329,3%	44,2%	25,7%
ROCE hors GW	-2,7%	2,4%	11,6%	21,5%	ns	ns	ns
ROE	-4,2%	1,6%	9,7%	28,4%	-8,3%	6,4%	16,5%
Payout	0,0%	0,0%	0,0%	6,1%	20,3%	30,0%	30,0%
Dividend yield	0,0%	0,0%	0,0%	0,3%	0,4%	0,3%	0,8%
Ratios d'endettement	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Gearing (%)</b>	<b>-2%</b>	<b>-5%</b>	<b>21%</b>	<b>-10%</b>	<b>-114%</b>	<b>-94%</b>	<b>-41%</b>
Dette nette/EBE	-0,2	-0,2	0,7	-0,3	-2,4	-1,7	-0,6
EBE/charges financières	5,3	39,5	10,2	2,0	1,6	13,5	25,0
Valorisation	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Nombre d'actions (en millions)	15,8	16,1	16,1	16,1	16,1	16,1	16,1
Nombre d'actions moyen (en millions)	15,8	15,9	16,1	16,1	16,1	16,1	16,1
Cours (moyenne annuelle en euros)	26,0	50,0	92,6	119,9	140,9	206,0	206,0
(1) Capitalisation boursière moyenne	409,9	795,9	1 487,6	1 927,3	2 264,7	3 310,8	3 310,8
(2) Dette nette (+)/trésorerie nette (-)	-3,8	-8,3	40,5	-27,3	-391,0	-414,2	-212,1
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	-2,5	-3,5	-3,5	-3,5	-3,5
(4) Valeur des actifs financiers	1,3	1,4	20,2	20,4	20,4	20,4	20,4
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	404,8	786,2	1 505,4	1 876,1	1 849,8	2 872,7	3 074,8
VE/CA	1,4x	1,9x	2,4x	2,4x	2,0x	2,2x	1,8x
<b>VE/EBE</b>	<b>25,5x</b>	<b>23,6x</b>	<b>25,6x</b>	<b>21,5x</b>	<b>23,0x</b>	<b>25,4x</b>	<b>14,6x</b>
VE/ROC	ns	ns	47,6x	36,7x	79,5x	62,0x	25,1x
P/E	ns	ns	78,5x	24,2x	ns	115,9x	38,5x
P/B	2,5x	4,4x	7,7x	7,0x	6,6x	7,5x	6,4x
P/CF	13,7x	24,8x	75,1x	7,6x	3,4x	13,2x	64,7x
<b>FCF yield (%)</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,2%</b>	<b>ns</b>	<b>8,6%</b>	<b>20,7%</b>	<b>1,1%</b>	<b>ns</b>
Données par action (€)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Bnpa</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,2</b>	<b>1,2</b>	<b>1,9</b>	<b>3,0</b>	<b>5,9</b>	<b>10,4</b>
Book value/action	10,5	11,3	12,0	17,2	21,4	27,4	32,2
Dividende /action	0,0	0,0	0,0	0,3	0,6	0,5	1,6



## 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 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

