

Capitalisation (M€)	2 007,7	Ticker	VU.PA / VU.FP	Technologie
Objectif de cours	250,0 €	Nb de titres (en millions)	17,0	Flash valeur
Cours au 21/09/2026	118,0 €	Volume moyen 12m (titres)	57 124	22/09/2026
Potentiel	112%	Extrêmes 12m (€)	99,95€/262,00€	

Le levier opérationnel est au rendez-vous

À retenir

- EBITDA ajusté S1 2026 de 160 M€ (+48%), soit une marge de 19,1% (+240 bps), portée par une MCV à 32% du CA
- FCF opérationnel de 127 M€, mais consommation des avances clients, comme attendu
- Perspectives 2026 intégralement réitérées, CMD le 18 novembre à Paris

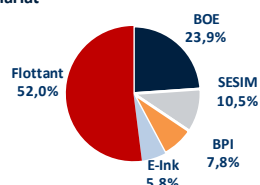
Données financières (en M€)

au 31/12	2025	2026e	2027e	2028e
CA ajusté	1 526,8	1 667,2	1 937,3	2 276,3
var %	50,3%	9,2%	16,2%	17,5%
EBITDA ajusté	277,3	322,0	391,9	474,7
% CA ajusté	18,2%	19,3%	20,2%	20,9%
RN ajusté	154,4	152,3	194,3	235,8
% CA ajusté	10,1%	9,1%	10,0%	10,4%
RN	142,2	132,0	170,6	233,9
% CA	9,7%	8,0%	8,9%	10,3%
Bnpa ajusté (€)	8,5	8,3	10,6	12,9
ROCE (%)	39,5%	25,0%	27,8%	32,0%
ROE (%)	32,0%	24,2%	24,3%	25,5%
Gearing (%)	-70,3%	-15,0%	-21,9%	-27,7%
Dette nette (ex IFRS 16)	-439,0	-81,8	-153,1	-253,9
Dividende n (€)	0,9	0,8	1,1	1,5
Yield (%)	0,4%	0,7%	0,9%	1,2%

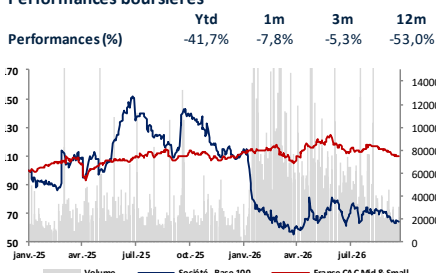
Multiples de valorisation

	2025	2026e	2027e	2028e
VE/CA (x)	2,1	1,2	1,0	0,8
VE/EBE (x)	11,2	6,0	4,7	3,7
VE/ROC (x)	19,0	9,7	7,3	5,6
P/E (x)	24,8	15,1	11,7	8,5

Actionariat



Performances boursières



Publication des résultats semestriels 2026

Dans la lignée de la publication du chiffre d'affaires fin juillet (839,3 M€ en ajusté, +29%), Vusion communique d'excellents résultats semestriels, qui sont en ligne avec nos attentes et qui sont marqués par une nouvelle progression significative de la rentabilité (EBITDA ajusté +48%, RN ajusté +81%).

MCV : le mix fait son œuvre

La MCV ajustée ressort à 268,6 M€ (+34%), soit un taux de 32% du CA, en progression de 120 points de base sur un an. Cette amélioration provient principalement du mix de chiffre d'affaires, plus favorable aux VAS (15% du CA vs 14% au S1 2025), dont le taux de MCV est nettement supérieur à celui des ESL, ainsi que des efforts d'innovation produit (notamment EdgeSense) et d'optimisation des prix de revient industriels. Combinée à une nouvelle amélioration du levier opérationnel (charges d'exploitation à 13,0% du CA, -120 bps YoY), cette dynamique porte l'EBITDA ajusté à 160 M€ (+48%), soit une marge de 19,1% (+240 bps).

Un bas de P&L toujours compliqué à lire

Après prise en compte des amortissements et provisions (50,1 M€, +44%, sous l'effet des investissements R&D liés à EdgeSense et de la mise en service des lignes de production) et d'éléments non récurrents en nette baisse (13,9 M€ vs 21,0 M€, essentiellement la charge IFRS 2), l'EBIT ajusté s'établit à 95,9 M€ (+82%), soit une marge de 11,4% (+330 bps). Avec un résultat financier retraité de +6,3 M€ (produits de placements supérieurs à la charge d'intérêts), le RN ajusté ressort à 77,4 M€, en hausse de +81%. Le RN IFRS s'établit quant à lui à 131,7 M€, contre une perte nette au S1 2025, gonflé par la revalorisation non cash des BSA Walmart (+96,1 M€), partiellement compensée par l'effet IAS 21 sur les dettes/créances intragroupe (-19,3 M€).

Le FCF opérationnel accélère, les avances se consomment

Le free cash-flow opérationnel (EBITDA ajusté – CAPEX financés par le groupe) progresse de +51% à 127,1 M€, porté par la croissance de l'EBITDA et des CAPEX cash toujours contenus (30 M€, soit



3,6% du CA). Le FCF total ressort, comme anticipé, à -222 M€, sous le double effet de la consommation des avances et acomptes clients (solde ramené de 415 M€ fin 2025 à 193 M€ à fin juin) et du décaissement de 79 M€ d'impôts (dont 53 M€ au titre de l'exercice 2025, le groupe étant devenu redevable de l'impôt après épuisement de ses déficits reportables). À fin juin, Vusion conserve une position de trésorerie nette de 197 M€ (hors IFRS 16), après 15,5 M€ de rachats d'actions et 15,0 M€ de dividendes. Le groupe annonce par ailleurs un nouveau mandat de rachat d'actions, dans le prolongement du programme de 30 M€ lancé en mars.

Perspectives et estimations

Vusion réitère l'intégralité de ses objectifs 2026 : croissance du CA ajusté de +15% à +20% à taux de change et droits de douane constants, CA VAS en progression d'environ +40%, marge d'EBITDA ajusté en hausse de plus de 100 bps et free cash-flow opérationnel en croissance.

Le groupe quantifie désormais l'impact attendu sur le chiffre d'affaires publié des avoirs liés aux remboursements de droits de douane (environ 100 M€) et de l'effet devises (environ 50 M€), sans impact sur la marge ni sur la trésorerie. En conséquence, nous ajustons mécaniquement notre estimation de CA 2026 à 1 667,2 M€ (vs 1738,4 M€ précédemment), qui implique une légère décroissance, en données publiées, sur le second semestre. Notre projection d'EBITDA ajusté atteint désormais 322 M€ (vs 336,5 M€ précédemment), soit une marge d'EBITDA ajusté en hausse de +110 bps YoY (et un EBITDA S2 ajusté en très léger recul). Côté cash, le groupe s'attend à rester en position de cash net (avant M&A) fin 2026 du fait de décaissements en baisse séquentielle et d'une moindre consommation des avances au S2. Nous sommes déjà alignés et tablons sur une position de trésorerie nette un peu supérieure à 80 M€ à la clôture.

Côté ISM, le closing reste attendu d'ici la fin de l'année, sur un multiple précisé de 7x à 8x EBITDA de l'exercice en cours, financé en dette. L'opération porterait le CA VAS proforma annuel à environ 400 M€. Si les modalités financières n'ont pas été divulguées, le multiple annoncé et le contexte de la cession (un premier processus avorté en 2022 sur la base d'un prix de 200 M€ jugé trop élevé, selon la presse espagnole) permettent d'estimer en première approche un EBITDA de l'ordre de 20 à 25 M€, soit une marge proche de 18% sur un CA attendu autour de 130 M€ en 2026, et une valeur d'entreprise probable de 150 à 200 M€, aisément absorbable par le bilan du groupe sans remettre en cause sa flexibilité financière. Comme indiqué précédemment, nous attendons la finalisation de l'opération pour l'intégrer dans notre modèle.

À noter enfin que Vusion tiendra un CMD à Paris le 18 novembre pour présenter sa nouvelle stratégie à court et moyen terme.

Recommandation

Nous réitérons notre recommandation à Achat ainsi que notre objectif de cours de 250€.



Présentation de la société

Fort d'un chiffre d'affaires ajusté qui dépasse le milliard d'euros en 2025, 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 supérieure. Le contrat signé avec Walmart, qui offre un potentiel de 3 Md€ de revenus pour Vusion, sécurise par ailleurs grandement le développement à moyen 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 2025 de réaliser plus de 1,5 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 bénéficier 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.

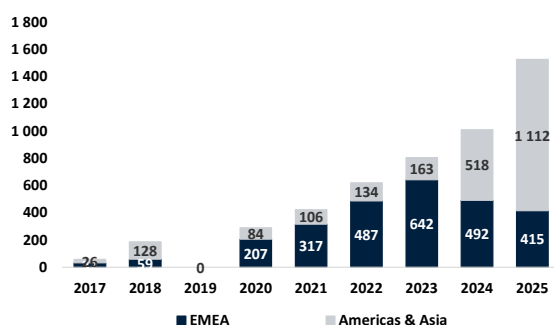
Une plateforme à la pointe. Avec sa marque VUSION, VusionGroup dispose d'une plateforme essentielle à la digitalisation des commerces (automatisation, pilotage de la donnée, omni-canalité, optimisation de la préparation de commandes, etc.).

Un plan ambitieux et créateur de valeur. À 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%.

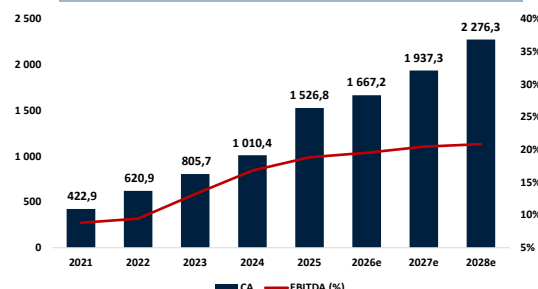
Multiples de valorisation des comparables

Société	Capitalisation	EV/sales			EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
		FY1	FY2	FY3	FY1	FY2	FY3	FY1	FY2	FY3	FY1	FY2	FY3
E Ink Holdings Inc	4 576,7	4,2x	3,7x	3,2x	10,5x	8,8x	7,5x	12,4x	10,2x	8,6x	12,7x	11,2x	9,8x
Hanshow Technology Co. Ltd. Class A	178,4	0,3x	0,3x	0,2x	2,2x	1,8x	1,3x	2,4x	1,8x	1,3x	2,1x	1,6x	1,2x
Pricer AB Class B	59,6	0,4x	0,3x	0,3x	4,2x	4,0x	3,7x	8,3x	7,5x	6,5x	12,0x	11,8x	9,8x
SOLUM CO. LTD.	384,7	0,5x	0,4x	ns	5,6x	4,3x	ns	8,7x	6,1x	ns	7,2x	4,8x	ns
Moyenne	1 299,9	1,3x	1,2x	1,3x	5,6x	4,7x	4,2x	8,0x	6,4x	5,5x	8,5x	7,4x	6,9x
Médiane	281,6	0,4x	0,4x	0,3x	4,9x	4,2x	3,7x	8,5x	6,8x	6,5x	9,6x	8,0x	9,8x

Mix géographique, 2017-2025 (M€)



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



Compte de résultat (M€)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Chiffre d'affaires (pre IFRS 15)	422,9	620,9	805,7	1 010,4	1 526,8	1 667,2	1 937,3	2 276,3
Chiffre d'affaires (IFRS)	422,9	620,9	802,0	954,7	1 472,0	1 648,0	1 915,0	2 276,3
EBITDA	37,3	58,6	102,3	104,7	222,4	302,8	369,6	474,7
EBITDA ajusté (pre IFRS 15)	37,3	58,6	106,0	160,4	277,3	322,0	391,9	474,7
EBIT	5,2	31,7	51,5	23,3	109,0	179,2	230,7	315,1
Résultat financier	-1,1	-6,1	43,0	-50,0	87,6	-3,2	-3,2	-3,2
Impôts	-2,0	-7,1	-14,9	-2,2	-54,4	-44,0	-56,9	-78,0
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	-0,7	0,4	0,0	1,1	1,2	1,1	1,4	1,9
Résultat net ajusté	2,9	19,0	34,6	53,4	154,4	152,3	194,3	235,8
Résultat net	2,1	18,6	79,6	-28,9	142,2	132,0	170,6	233,9
Bilan (M€)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Actifs non courants	177,8	216,4	376,7	488,5	549,5	578,6	612,4	652,6
dont goodwill	51,3	51,3	122,8	122,8	122,8	122,8	122,8	122,8
Disponibilités + VMP	89,8	33,9	199,9	535,6	353,0	123,6	194,9	295,7
Capitaux propres	182,4	193,3	276,9	244,0	442,6	543,8	700,4	916,1
Dettes financières hors IFRS 16	81,5	74,4	172,7	142,9	41,8	41,8	41,8	41,8
Total Bilan	545,2	536,7	1 051,9	1 732,0	1 555,1	1 393,6	1 610,8	1 926,3
Tableau de flux (M€)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Marge brute d'autofinancement	34,6	52,2	92,4	141,5	262,3	226,5	280,4	364,4
Variation de BFR	-2,8	-32,2	155,9	403,1	-25,7	-301,5	-51,4	-74,7
Flux net de trésorerie généré par l'activité	31,8	20,0	248,3	544,6	202,2	-75,0	229,0	289,7
CAPEX nets	-29,9	-51,0	-87,5	-158,0	-137,3	-123,6	-143,6	-170,7
FCF	1,8	-31,0	160,8	386,6	64,9	-198,6	85,4	119,0
Investissements financiers nets	4,2	-15,7	-80,7	-15,6	-16,5	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-30,5	-66,7	-168,2	-173,6	-153,8	-123,6	-143,6	-170,7
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	72,9	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	-3,3	-7,0	93,8	-29,7	-101,7	0,0	0,0	0,0
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	-4,8	-9,6	-15,3	-14,1	-18,2
Autres	0,0	-0,5	-4,5	-0,7	-20,0	-15,5	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés au financement	-0,2	-9,1	85,8	-35,7	-58,3	-30,8	-14,1	-18,2
Variation de trésorerie	1,2	-55,9	166,0	335,8	-55,5	-229,4	71,3	100,8
Ratios (%)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Variation chiffre d'affaires	45,7%	46,8%	29,2%	19,0%	54,2%	12,0%	16,2%	18,9%
Marge EBITDA ajustée	8,8%	9,4%	13,2%	16,8%	18,8%	19,5%	20,5%	20,9%
Marge opérationnelle courante	1,2%	5,1%	6,4%	2,4%	7,4%	10,9%	12,0%	13,8%
Marge nette	0,5%	3,0%	9,9%	-3,0%	9,7%	8,0%	8,9%	10,3%
CAPEX (% CA)	7,1%	8,2%	10,9%	16,5%	9,3%	7,5%	7,5%	7,5%
ROCE	1,8%	9,3%	12,8%	-18,8%	39,5%	25,0%	27,8%	32,0%
ROCE hors GW	2,4%	11,6%	21,5%	-8,1%	97,5%	32,4%	34,6%	38,5%
ROE	1,6%	9,7%	28,4%	-11,2%	32,0%	24,2%	24,3%	25,5%
Payout	0,0%	0,0%	6,0%	20,3%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%
Dividend yield	0,0%	0,0%	0,3%	0,4%	0,4%	0,7%	0,9%	1,2%
Ratios d'endettement	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Gearing (%)	-5%	21%	-10%	-161%	-70%	-15%	-22%	-28%
Dette nette/EBE	-0,2	0,7	-0,3	-2,4	-1,1	-0,3	-0,4	-0,5
EBE/charges financières	39,5	10,2	2,0	1,6	2,2	85,5	106,3	139,2
Valorisation	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Nombre d'actions (en millions)	15,9	15,9	15,9	16,0	16,8	17,0	17,0	17,0
Nombre d'actions moyen (en millions)	15,8	15,9	15,9	16,0	16,4	16,9	17,0	17,0
Cours (moyenne annuelle en euros)	50,0	92,6	119,9	140,9	210,8	118,0	118,0	118,0
(1) Capitalisation boursière moyenne	791,5	1 471,5	1 906,4	2 247,8	3 462,6	1 997,6	2 007,7	2 007,7
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	-8,3	40,5	-27,3	-392,8	-439,0	-81,8	-153,1	-253,9
(3) Valeur des minoritaires	0,0	-2,5	-3,5	-4,7	-5,7	-6,8	-8,1	-10,1
(4) Valeur des actifs financiers	1,4	20,2	20,4	20,4	29,2	29,2	29,2	29,2
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	781,9	1 489,2	1 855,3	1 830,0	2 988,7	1 879,9	1 817,2	1 714,6
VE/CA	1,9x	2,4x	2,3x	1,9x	2,1x	1,2x	1,0x	0,8x
VE/EBE	21,1x	25,5x	17,6x	11,6x	11,2x	6,0x	4,7x	3,7x
VE/ROC	ns	47,1x	33,9x	23,5x	19,0x	9,7x	7,3x	5,6x
P/E	ns	77,6x	24,0x	ns	24,8x	15,1x	11,7x	8,5x
P/B	4,4x	7,6x	6,9x	9,2x	8,0x	3,7x	2,9x	2,2x
P/CF	24,6x	74,3x	7,5x	3,4x	14,8x	ns	7,9x	5,9x
FCF yield (%)	0,2%	ns	8,7%	21,1%	2,2%	ns	4,7%	6,9%
Données par action (€)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Bnpa	0,2	1,2	1,9	3,0	8,5	8,3	10,6	12,9
Book value/action	11,5	12,2	17,4	15,2	26,3	32,0	41,2	53,8
Dividende /action	0,0	0,0	0,3	0,6	0,9	0,8	1,1	1,5



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 +5% 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 -5% 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 utilisée 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. À 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

