

|                          |                             |         |
|--------------------------|-----------------------------|---------|
| <b>Accumuler</b>         | <i>Potentiel</i>            | 11%     |
| <b>Objectif de cours</b> | <b>22,50 € (vs 22,00 €)</b> |         |
| Cours au 25/03/2021 (c)  |                             | 20,30 € |
| Euronext Growth          |                             |         |
| Reuters / Bloomberg      | ALVIV.PA / ALVIV.FP         |         |

| Performances (%) | Ytd   | 1m   | 3m    | 12m   |
|------------------|-------|------|-------|-------|
| Perf. Absolue    | -1,5% | 0,5% | -2,5% | 17,6% |
| Perf Cac Small   | 9,7%  | 1,1% | 11,1% | 71,6% |

| Informations boursières       |                 |
|-------------------------------|-----------------|
| Capitalisation (M€)           | 818             |
| Nb de titres (en millions)    | 4,03            |
| Volume moyen 12 mois (titres) | 4 763           |
| Extrêmes 12 mois              | 14,52 € 24,60 € |

| Actionnariat                            |     |
|---|-----|
| Flottant                                | 47% |
| Fondateurs                              | 30% |
| Investisseurs institutionnels (concert) | 23% |

| Données financières (en M €) |          |       |       |       |       |
|------------------------------|----------|-------|-------|-------|-------|
|                              | au 31/12 | 2019  | 2020e | 2021e | 2021e |
| CA                           |          | 203,2 | 189,9 | 201,1 | 217,7 |
| var %                        |          | 24,5% | -6,6% | 5,9%  | 8,3%  |
| EBE                          |          | 19,3  | 14,3  | 18,8  | 23,5  |
| %CA                          |          | 9,5%  | 7,6%  | 9,4%  | 10,8% |
| ROC                          |          | 13,6  | 7,4   | 11,7  | 16,4  |
| %CA                          |          | 6,7%  | 3,9%  | 5,8%  | 7,5%  |
| RNPG                         |          | 2,6   | 1,5   | 5,2   | 9,1   |
| %CA                          |          | 1,3%  | 0,8%  | 2,6%  | 4,2%  |
| Bnpa (€)                     |          | 0,65  | 0,38  | 1,30  | 2,26  |
| ROCE (%)                     |          | 11%   | 5%    | 8%    | 11%   |
| ROE (%)                      |          | 6%    | 4%    | 11%   | 16%   |
| Gearing (%)                  |          | 50%   | 65%   | 57%   | 39%   |
| Dette nette                  |          | 26,4  | 35,5  | 35,1  | 28,0  |
| Dividende n (€)              |          | 0,00  | 0,00  | 0,00  | 0,00  |
| Yield (%)                    |          | ns    |       |       |       |

| Ratios     |  |      |       |       |       |
|------------|--|------|-------|-------|-------|
|            |  | 2019 | 2020e | 2021e | 2021e |
| VE/CA (x)  |  | 0,6  | 0,6   | 0,6   | 0,5   |
| VE/EBE (x) |  | 6,2  | 8,0   | 6,1   | 4,7   |
| VE/ROC (x) |  | 8,8  | 15,5  | 9,9   | 6,7   |
| PE (x)     |  | 31,2 | 53,9  | 15,6  | 9,0   |

**Analyste :**  
Louis-Marie de Sade  
01 44 70 20 77  
lmdesade@elcorp.com

**Visiativ**  
Services Informatiques

## 2020 sous le signe de la résilience

### Publication des résultats 2020

Après avoir publié un CA 2020 en baisse de -7% à 189,9 M€, Visiativ publie des résultats solides dans un contexte de crise sanitaire complexe. En ligne avec nos attentes, l'EBITDA ressort à 14,3 M€ (14,1 M€e) notamment grâce à la bonne performance du pôle Visiativ Platform.

### Un Business model résilient

Alors que l'année 2020 a été compliquée avec notamment un recul de l'activité du Groupe, la bonne maîtrise des coûts et les dispositifs d'activité partielle ont permis de préserver la marge. L'EBITDA ressort à 14,3 M€ (vs 18,7 M€) soit une marge de 7,5%. Dans le détail :

Le pôle **3DEXPERIENCE VAR** réalise un EBITDA de 4,2 M€ (vs 8,1 M€ en 2019), la volonté du Groupe de maintenir ses équipes opérationnelles afin de soutenir les clients, pesant ainsi sur la rentabilité.

Le pôle **VISIATIV PLATFORM** contribue fortement à la résilience du Groupe en cette période avec un EBITDA de 10,0 M€ et une marge d'EBITDA quasiment stable à 13,6%. Si le pôle ne compte que pour 39% du CA Groupe, il contribue à hauteur de 70% à l'EBITDA Groupe cette année. A noter que la filiale Valla, dont une participation majoritaire est actuellement en cours de cession, pèse pour 1,1 M€ dans l'EBITDA de Visiativ.

### Un RNpg en amélioration

Après comptabilisation des dotations aux amortissements, le REX s'affiche en baisse de -46% à 7,4 M€. Enfin, après intégration d'un Résultat Financier de -2,9 M€ (vs -1,5 M€, impacté par dépréciation financière de 1,0 M€ de la filiale QOLID et par les charges financières liées au PGE), le RN ressort à 1,8 M€ en 2020. A noter que les derniers rachats de minoritaires au sein du Groupe, ayant permis notamment de détenir 97% du capital de la holding de l'activité Conseil, permettent à Visiativ de réduire de manière significative le poids de ses minoritaires qui passent de 55% du RN à 17%. Le RNpg ressort ainsi à 1,6 M€.

### Solide génération de cash-flow

Fort d'une capacité d'autofinancement de 9,3 M€ et d'une variation de BFR de +5,1 M€ (bon niveau d'encaissement), le cash-flow d'exploitation s'établit à 14,4 M€ contre 7,4 M€ en 2019. Si les opérations d'investissement ont consommé 23,1 M€ (8,7 M€ CAPEX + 14,3 M€ pour le rachat des minoritaires et pour l'acquisition de MSC Associates), les flux de financement sont ressortis à 42,5 M€ (PGE) permettant ainsi d'afficher une variation de trésorerie de +33,5 M€ et de totaliser 65,3 M€ de trésorerie fin 2020 (vs 31,7 M€ fin 2019).

La dette financière nette s'établissait fin 2020 à 35,4 M€ pour un gearing de 76%.

### Acquisition d'un distributeur SOLIDWORKS

Enfin, Visiativ a annoncé avoir acquis 100% du capital de AJ Solutions, distributeur SOLIDWORKS depuis 1997, renforçant ainsi la présence du Groupe en Île-de-France et dans le Grand Est. La cible réalisait un CA de 2,8 M€ en 2020 pour une rentabilité similaire à celle de Visiativ. La consolidation interviendra à partir de 01/03.

### Perspectives

2020 aura permis à Visiativ de renforcer sa structure, notamment via les différentes prises de participation dans le pôle Conseil, et d'afficher une bonne résilience face à la crise. Le Groupe reste prudent étant donné la faible visibilité actuelle et dans l'attente d'un redémarrage fort des investissements et met l'accent, côté VISIATIV PLATFORM, sur son modèle d'abonnement afin d'accentuer encore la récurrence de son activité. Dans le contexte actuel, nous ajustons notre CA 2021 de 201,1 M€.

### Recommandation

**Suite à cette publication et à la mise à jour des paramètres de marché notre objectif de cours ressort à 22,50 € (vs 22,00 €) et notre recommandation reste à Accumuler.**

*Prochaine publication : CA T1 le 21 avril 2021*

| <b>Compte de résultat (M€)</b>                | <b>2017</b> | <b>2018</b> | <b>2019</b> | <b>2020e</b> | <b>2021e</b> | <b>2022e</b> |
|---|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| Chiffre d'affaires                            | 124,4       | 163,2       | 203,2       | 189,9        | 201,1        | 217,7        |
| Excédent brut d'exploitation                  | 9,0         | 13,1        | 19,3        | 14,3         | 18,8         | 23,5         |
| Résultat opérationnel courant                 | 6,4         | 8,9         | 13,6        | 7,4          | 11,7         | 16,4         |
| Résultat opérationnel                         | 6,4         | 8,9         | 13,6        | 7,4          | 11,7         | 16,4         |
| Résultat financier                            | -0,3        | -1,2        | -1,5        | -2,5         | -2,5         | -2,4         |
| Impôts  | 0,9         | 2,5         | 3,5         | 3,1          | 2,9          | 3,0          |
| Mise en équivalence                           | 0,0         | 0,0         | -0,1        | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| Part des minoritaires                         | 0,0         | 1,9         | 3,1         | 0,3          | 1,1          | 1,9          |
| Résultat net part du groupe                   | 4,8         | 3,3         | 2,6         | 1,5          | 5,2          | 9,1          |
| <b>Bilan (M€)</b>                             | <b>2017</b> | <b>2018</b> | <b>2019</b> | <b>2020e</b> | <b>2021e</b> | <b>2022e</b> |
| Actifs non courants                           | 44,3        | 75,8        | 83,9        | 104,0        | 107,3        | 111,2        |
| <i>dont goodwill</i>                          | 27,6        | 55,1        | 61,1        | 61,1         | 61,1         | 61,1         |
| BFR   | -15,4       | -9,6        | -1,4        | -9,8         | -7,2         | -7,3         |
| Disponibilités + VMP                          | 35,2        | 35,3        | 31,7        | 65,0         | 62,4         | 66,5         |
| Capitaux propres                              | 37,5        | 47,3        | 53,0        | 54,8         | 61,1         | 72,0         |
| Emprunts et dettes financières                | 25,2        | 51,9        | 58,0        | 100,4        | 97,4         | 94,4         |
| Total Bilan                                   | 120,3       | 182,3       | 210,1       | 252,6        | 258,3        | 273,6        |
| <b>Tableau de flux (M€)</b>                   | <b>2017</b> | <b>2018</b> | <b>2019</b> | <b>2020e</b> | <b>2021e</b> | <b>2022e</b> |
| Marge Brute d'autofinancement                 | 7,4         | 10,1        | 14,7        | 5,6          | 9,6          | 14,2         |
| Variation de BFR                              | 1,0         | -2,5        | -7,3        | 8,4          | -2,5         | 0,0          |
| Flux nets de trésorerie généré par l'activité | 8,3         | 7,6         | 7,4         | 14,0         | 7,0          | 14,3         |
| Investissements opérationnels nets            | -4,9        | -5,1        | -6,8        | -8,8         | -6,6         | -7,2         |
| Investissements financiers nets               | -2,7        | -1,9        | -1,1        | -14,3        | 0,0          | 0,0          |
| Flux nets de trésorerie liés aux investissen  | -14,4       | -31,7       | -16,5       | -23,1        | -6,6         | -7,2         |
| Augmentation de capital                       | 14,5        | 2,6         | 0,0         | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| Variation emprunts                            | 8,3         | 22,9        | 5,8         | 42,4         | -3,0         | -3,0         |
| Dividendes versés                             | 0,0         | 0,0         | -0,6        | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| Autres  | 0,0         | 0,0         | 1,0         | 2,0          | 3,0          | 4,0          |
| Flux nets de trésorerie liés au financement   | 21,9        | 24,1        | 5,2         | 42,4         | -3,0         | -3,0         |
| Variation de trésorerie                       | 15,7        | 0,1         | -3,6        | 33,3         | -2,6         | 4,1          |
| <b>Ratios (%)</b>                             | <b>2017</b> | <b>2018</b> | <b>2019</b> | <b>2020e</b> | <b>2021e</b> | <b>2022e</b> |
| Variation chiffre d'affaires                  | 17,4%       | 31,2%       | 24,5%       | -6,6%        | 5,9%         | 8,3%         |
| Marge EBE                                     | 7,2%        | 8,1%        | 9,5%        | 7,6%         | 9,4%         | 10,8%        |
| Marge opérationnelle courante                 | 5,2%        | 5,4%        | 6,7%        | 3,9%         | 5,8%         | 7,5%         |
| Marge opérationnelle                          | 5,2%        | 5,4%        | 6,7%        | 3,9%         | 5,8%         | 7,5%         |
| Marge nette                                   | 3,9%        | 2,0%        | 1,3%        | 0,8%         | 2,6%         | 4,2%         |
| Investissements opérationnels nets/CA         | 4,0%        | 3,1%        | 3,3%        | 4,7%         | 3,3%         | 3,3%         |
| BFR/CA  | -12,4%      | -5,9%       | -0,7%       | -5,2%        | -3,6%        | -3,3%        |
| ROCE  | 14,8%       | 8,9%        | 11,0%       | 5,3%         | 7,8%         | 10,6%        |
| ROCE hors GW                                  | 347,7%      | 53,1%       | 42,5%       | 15,0%        | 20,1%        | 25,6%        |
| ROE   | 13,7%       | 8,8%        | 6,4%        | 3,6%         | 11,0%        | 16,0%        |
| Payout  | 0%          | 0%          | 0%          | 0%           | 0%           | 0%           |
| Dividend yield                                | 0%          | 0%          | 0%          | 0%           | 0%           | 0%           |
| <b>Ratios d'endettement</b>                   | <b>2017</b> | <b>2018</b> | <b>2019</b> | <b>2020e</b> | <b>2021e</b> | <b>2022e</b> |
| Gearing (%)                                   | -27%        | 35%         | 50%         | 65%          | 57%          | 39%          |
| Dettes nettes/EBE                             | -1,1        | 1,3         | 1,4         | 2,5          | 1,9          | 1,2          |
| EBE/charges financières                       | 23,2        | 7,7         | 9,2         | 3,0          | 4,7          | 6,8          |
| <b>Valorisation</b>                           | <b>2017</b> | <b>2018</b> | <b>2019</b> | <b>2020e</b> | <b>2021e</b> | <b>2022e</b> |
| Nombre d'actions (en millions)                | 4,0         | 4,0         | 4,0         | 4,0          | 4,0          | 4,0          |
| Nombre d'actions moyen (en millions)          | 3,8         | 4,0         | 4,0         | 4,0          | 4,0          | 4,0          |
| Cours (moyenne annuelle en euros)             | 32,5        | 20,3        | 20,3        | 20,3         | 20,3         | 20,3         |
| (1) Capitalisation boursière moyenne          | 122,35      | 81,57       | 81,57       | 81,66        | 81,75        | 81,75        |
| (2) Dette nette (+)/trésorerie nette (-)      | -10,1       | 16,6        | 26,4        | 35,5         | 35,1         | 28,0         |
| (3) Valeur des minoritaires                   | 2,4         | 9,8         | 12,1        | 12,4         | 13,5         | 15,4         |
| (4) Valeur des actifs financiers              | -4,49       | -4,68       | -4,64       | -18,94       | -18,94       | -18,94       |
| Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)         | 119,2       | 112,6       | 124,7       | 148,5        | 149,3        | 144,0        |
| PER   | 27,2        | 24,8        | 31,2        | 53,9         | 15,6         | 9,0          |
| VE / EBE                                      | 13,4        | 8,1         | 6,2         | 8,0          | 6,1          | 4,7          |
| VE / ROC                                      | 18,7        | 12,0        | 8,8         | 15,5         | 9,9          | 6,7          |
| VE / CA                                       | 1,0         | 0,7         | 0,6         | 0,6          | 0,6          | 0,5          |
| P/B   | 3,5         | 1,7         | 1,5         | 1,5          | 1,3          | 1,1          |
| <b>Données par action (€)</b>                 | <b>2017</b> | <b>2018</b> | <b>2019</b> | <b>2020e</b> | <b>2021e</b> | <b>2022e</b> |
| Bnpa  | 1,20        | 0,82        | 0,65        | 0,38         | 1,30         | 2,26         |
| Book value/action                             | 9,3         | 11,8        | 13,2        | 13,6         | 15,2         | 17,9         |
| Dividende /action                             | 0,00        | 0,00        | 0,00        | 0,00         | 0,00         | 0,00         |

**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** : Du 05/11/2018 au 21/10/2020

**Accumuler** : depuis le 22/10/2020

**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                |

\* Animation boursière comprenant un suivi régulier en terme d'analyse financière.

La présente étude a été préparée par EuroLand Corporate indépendamment de (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