

## Visiativ

Services Informatiques

## Le changement de modèle contracte la marge

## Données valeur

ALVIV.PA / ALVIV:FP		
Euronext Growth		
Capitalisation (M€)		164,5
Nb de titres (en millions)		4,61
Volume moyen 12 mois (titres)		3 000
Extrêmes 12 mois	20,00 €	36,00 €

## Performances boursières

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	31,4%	0,3%	35,9%	6,1%
Perf CAC Small	-1,4%	-2,2%	0,6%	-4,4%

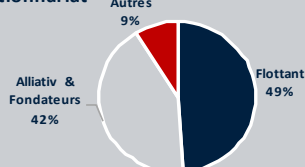
## Données financières (en M€)

au 31/12	2022	2023e	2024e	2025e
CA	258,8	277,5	294,5	309,2
var %	20,7%	7,2%	6,1%	5,0%
EBE	28,2	27,1	29,9	33,8
% CA	10,9%	9,8%	10,2%	10,9%
ROC	19,0	17,5	20,0	23,4
% CA	7,3%	6,3%	6,8%	7,6%
RN	11,9	10,0	10,2	12,5
% CA	4,6%	3,6%	3,5%	4,0%
Bnpa (€)	3,01	2,21	2,24	2,75
ROCE (%)	8%	6%	7%	8%
ROE (%)	17%	13%	12%	13%
Gearing (%)	66%	73%	57%	35%
Dette nette	49,1	59,4	52,6	37,1
Dividende n (€)	1,10	0,00	0,00	0,00
Yield (%)	-	-	-	-

## Multiples de valorisation

	2022	2023e	2024e	2025e
VE/CA (x)	0,8	0,9	0,8	0,7
VE/EBE (x)	7,6	9,1	8,1	6,7
VE/ROC (x)	11,3	14,2	12,1	9,7
PE (x)	12,5	17,0	16,8	13,7

## Actionnariat



## Publication des résultats annuels 2023

Visiativ a publié des résultats 2023 globalement en ligne avec nos attentes. Pour un chiffre d'affaires 2023 de 277,5 M€, en croissance de +7% (stable en organique), le Groupe enregistre un EBITDA en baisse de -5% à 27,1 M€ soit une marge en retrait de 120 bps à 9,8%. Nous anticipions un EBITDA de 27,6 M€e soit une marge de 10,0%e. L'EBIT ressort ainsi en repli de -8% à 17,5 M€ tandis que le RNpg s'établit quant à lui à 10,0 M€ (vs 11,1 M€ en 2022). Si la société ne communique pas de guidance pour 2024, le management réitère les objectifs de son plan Shift5 (500 M€ de CA dont 50% à l'international et 100 M€ d'ARR).

## Le changement de modèle pèse en 2023

Au cours d'un exercice marqué par l'accélération du SaaS, Visiativ clôture une année avec une rentabilité en baisse.

Ce repli s'explique par une augmentation des investissements, nous retenons notamment : 1/ l'évolution du plan de commission des commerciaux compte tenu de la transition vers le SaaS (vs Licence), 2/ l'intégration des sociétés acquises sur l'exercice et 3/ des dépenses marketing afin d'harmoniser les marques à l'international. Consécutivement, les charges de personnel progressent de +17% à 120,5 M€ et les charges externes de +8% à 49,1 M€. Par zone géographique, la marge d'EBITDA à l'international se tasse ainsi de 290 bps à 9,9%, alors que la marge en France est stable à 9,7% (vs 9,9%).

Après comptabilisation 1/ d'un résultat financier de -5,1 M€ (vs -3,2 M€) à la suite de la progression de l'endettement et des taux d'intérêt et 2/ d'un produit exceptionnel lié à la cession de VMS, le RN s'établit à 10,0 M€.

## Un bilan en amélioration

Ces résultats permettent à Visiativ de dégager une CAF positive de 24,8 M€ (-2,4 M€) couvrant l'augmentation du BFR (+4,3 M€ en lien avec la croissance de l'activité). Le flux net de trésorerie ressort à +13,3 M€. Dans le même temps, les flux d'investissements ressortent à -16,5 M€ dont -6,4 M€ pour les acquisitions d'EBM, Techform, MMP Tax et 1Life. Après intégration des flux de financement de -0,1 M€(dont +3,9 M€ d'émission nette d'emprunts et -5,0 M€ de dividendes) la consommation de cash est limitée à -3,3 M€ (vs -10,8 M€). La trésorerie s'affiche ainsi au 31/12/2023 à 54,6 M€ (vs 57,9 M€) soit une dette nette de 59,4 M€ (gearing de 74% vs 113% à fin juin). A noter, alors que l'OPA devrait être ouverte dans les prochains mois, Visiativ ne proposera pas de dividende au titre de 2023.

## Perspectives

Après un exercice 2023 contrasté, le management ne donne pas de guidance pour 2024. Alors que le Groupe poursuit sa mue vers le SaaS et qu'il évolue toujours dans un marché atone avec une faible visibilité, nous comprenons que l'exercice à venir devrait être similaire à 2023. Ainsi nous ajustons à la marge notre scénario et visons désormais un EBITDA de 30,1 M€ (vs 30,9 M€) soit une marge de 10,2%. A plus long terme, le Groupe confirme les objectifs de son plan Shift5 à savoir, un CA de 500 M€ à horizon 2028 dont 50% à l'international et 100 M€ d'ARR. Au sujet de l'opération avec le Groupe Snef, le management indique qu'en cas d'atteinte du seuil des 90%, Groupe Snef procédera au retrait de cote de Visiativ.

## Recommandation

Au regard de l'offre proposée par Groupe SNEF (prime de 5,7% par rapport à notre dernier OC de 35,00 €), nous pensons que l'opération a de bonnes chances d'aboutir dans les prochains mois.

Prochaine publication : CA T1 2024 le 24 avril 2024



Analyste

Sid BACHIR

01 44 70 20 76

sbachir@elcorp.com

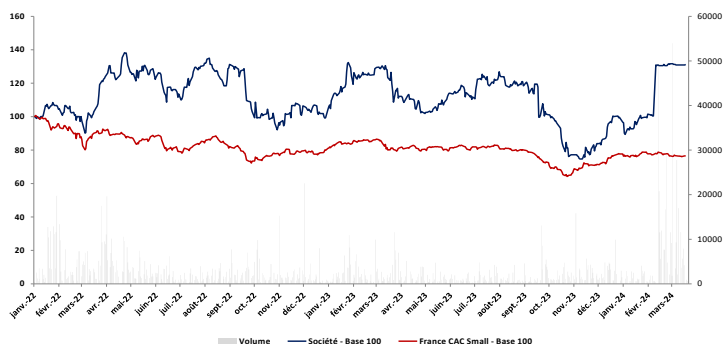


Retrouvez l'actualité boursière des small caps chaque jour dans votre boîte mail, gratuitement. [Inscription ici.](#)

## Présentation de la société

Fondée en 1987, Visiativ se positionne comme le partenaire incontournable des PME et ETI faisant face au défi de la transformation numérique. Disposant d'un savoir-faire reconnu en matière d'intégration, le Groupe est aujourd'hui numéro 1 Européen des intégrateurs de logiciels de conception assistée par ordinateur (CAO) et de gestion du cycle de vie (PLM) de Dassault Systèmes. En parallèle de cette activité historique, Visiativ a développé une expertise forte dans l'édition de logiciels collaboratifs grâce à un effort de R&D constant ainsi que plusieurs acquisitions ciblées.

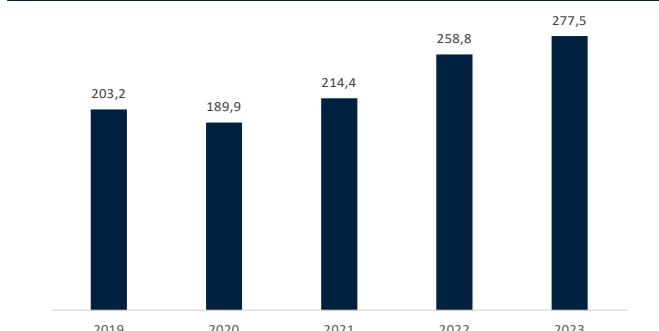
## Evolution du cours (base 100)



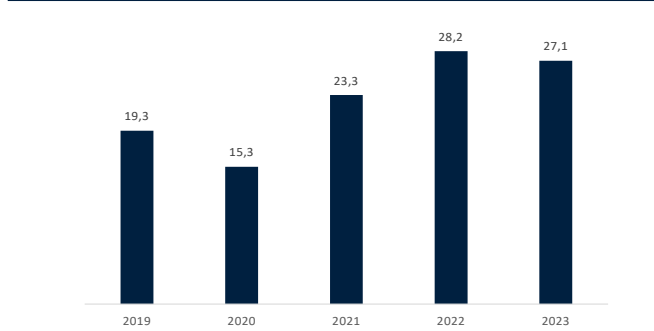
## Argumentaire d'investissement

- **Un business model solide.** Visiativ a passé ces dernières années à structurer son offre et est aujourd'hui capable d'accompagner de bout en bout les dirigeants dans la transformation de leur entreprise. Dans le même temps, le chiffre d'affaires récurrent (maintenance, SaaS, abonnement et contrats pluriannuels) s'inscrit en progression trimestre après trimestre. Sur l'exercice 2023, il ressort en hausse de +11% (+5 en organique) pour totaliser 193,6 M€ soit 70% des revenus globaux du Groupe.
- **Position dominante Dassault en UE.** Disposant d'un savoir-faire reconnu en matière d'intégration, le Groupe est aujourd'hui le n° 1 européen des intégrateurs de logiciels CAO et de PLM de Dassault Systèmes. En parallèle, Visiativ a développé une expertise forte dans l'édition de logiciels collaboratifs grâce à un effort de R&D soutenu ainsi qu'à une politique de croissance externe opportuniste.

## Evolution du chiffre d'affaires (en M€)



## Evolution de l'EBE (en M€)



## Sociétés de l'éco-système cotées en bourse

### MULTIPLIS DE VALORISATION

Société	Capitalisation	VE / CA			VE / EBITDA			VE / EBIT			P/E	
		2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024
Sword Group :	355,5	1,2x	1,1x	1,0x	9,9x	8,6x	7,6x	12,4x	10,5x	9,1x	17,1x	14,8x
CENIT AG	116,3	0,7x	0,6x	0,6x	7,6x	6,3x	5,3x	12,3x	9,2x	7,3x	20,5x	14,6x
Aubay SA	518,2	0,7x	0,7x	0,7x	6,7x	6,3x	5,9x	7,8x	7,3x	6,8x	13,9x	12,7x
Axway Softwa	508,4	1,9x	1,8x	1,8x	11,1x	10,7x	9,3x	12,4x	12,0x	9,9x	18,6x	17,9x
Esker SA	780,8	4,0x	3,5x	3,1x	21,6x	17,8x	15,0x	33,4x	26,5x	21,9x	43,9x	35,1x
Solid World G	43,2	0,8x	0,7x	0,6x	9,2x	6,8x	5,4x	17,7x	11,4x	8,2x	23,4x	13,8x
<b>Moyenne</b>		<b>1,6x</b>	<b>1,4x</b>	<b>1,3x</b>	<b>11,0x</b>	<b>9,4x</b>	<b>8,1x</b>	<b>16,0x</b>	<b>12,8x</b>	<b>10,5x</b>	<b>22,9x</b>	<b>18,2x</b>
<b>Mediane</b>		<b>1,0x</b>	<b>0,9x</b>	<b>0,8x</b>	<b>9,5x</b>	<b>7,7x</b>	<b>6,7x</b>	<b>12,4x</b>	<b>10,9x</b>	<b>8,7x</b>	<b>19,6x</b>	<b>14,7x</b>

Compte de résultat (M€)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Chiffre d'affaires	203,2	189,9	214,4	258,8	277,5	294,5	309,2
Excédent brut d'exploitation	19,3	15,3	23,3	28,2	27,1	29,9	33,8
<b>Résultat opérationnel courant</b>	<b>13,6</b>	<b>7,4</b>	<b>15,0</b>	<b>19,0</b>	<b>17,5</b>	<b>20,0</b>	<b>23,4</b>
Résultat opérationnel	13,6	7,4	15,0	19,0	17,5	20,0	23,4
Résultat financier	-1,5	-2,9	-2,1	-3,2	-5,1	-5,1	-5,1
Impôts	3,5	1,8	2,0	3,5	4,0	4,0	4,9
Mise en équivalence	-0,1	-0,4	0,0	0,0	-0,5	0,0	0,0
Part des minoritaires	3,1	0,3	1,9	0,0	0,8	0,8	1,0
<b>Résultat net part du groupe</b>	<b>2,6</b>	<b>1,5</b>	<b>11,5</b>	<b>11,9</b>	<b>10,0</b>	<b>10,2</b>	<b>12,5</b>
Bilan (M€)	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Actifs non courants	83,9	105,2	120,5	156,1	154,8	156,2	151,5
<i>dont goodwill</i>	<i>61,1</i>	<i>79,4</i>	<i>87,6</i>	<i>118,2</i>	<i>118,2</i>	<i>124,4</i>	<i>124,4</i>
BFR	-1,4	17,3	24,7	28,0	46,5	49,4	52,0
<b>Disponibilités + VMP</b>	<b>31,7</b>	<b>65,3</b>	<b>68,7</b>	<b>58,7</b>	<b>52,2</b>	<b>59,0</b>	<b>74,5</b>
Capitaux propres	53,0	46,8	60,7	74,1	81,0	92,0	105,5
Emprunts et dettes financières	58,0	100,7	98,6	107,8	111,6	111,6	111,6
<b>Total Bilan</b>	<b>210,1</b>	<b>250,6</b>	<b>277,7</b>	<b>320,0</b>	<b>353,0</b>	<b>370,0</b>	<b>388,6</b>
Tableau de flux (M€)	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Marge Brute d'autofinancement	14,7	9,3	19,4	21,0	17,5	28,6	31,5
Variation de BFR	-7,3	5,1	7,5	-2,7	-4,3	-2,9	-2,6
<b>Flux net de trésorerie généré par l'activité</b>	<b>7,4</b>	<b>14,4</b>	<b>26,9</b>	<b>18,3</b>	<b>13,2</b>	<b>25,7</b>	<b>28,9</b>
Investissements opérationnels nets	-6,8	-8,5	-12,2	-11,2	-16,5	-12,7	-13,4
Investissements financiers nets	-1,1	-14,6	-17,8	-23,0	0,0	0,0	0,0
<b>Flux nets de trésorerie liés aux investissements</b>	<b>-16,5</b>	<b>-23,1</b>	<b>-30,0</b>	<b>-34,2</b>	<b>-16,5</b>	<b>-12,7</b>	<b>-13,4</b>
Augmentation de capital	0,0	0,0	7,8	1,0	1,2	0,0	0,0
Variation emprunts	5,8	42,4	-2,5	6,0	3,8	0,0	0,0
Dividendes versés	-0,6	-0,1	-0,1	-2,4	-5,1	0,0	0,0
Autres	1,0	0,2	1,1	0,3	0,0	0,0	0,0
<b>Flux nets de trésorerie liés au financement</b>	<b>5,2</b>	<b>42,5</b>	<b>6,3</b>	<b>4,9</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Variation de trésorerie	-3,6	33,5	3,7	-10,9	-3,3	12,9	15,5
Ratios (%)	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
<b>Variation chiffre d'affaires</b>	<b>24,5%</b>	<b>-6,5%</b>	<b>12,9%</b>	<b>20,7%</b>	<b>7,2%</b>	<b>6,1%</b>	<b>5,0%</b>
Marge EBE	10%	8%	11%	11%	10%	10%	11%
<b>Marge opérationnelle courante</b>	<b>7%</b>	<b>4%</b>	<b>7%</b>	<b>7%</b>	<b>6%</b>	<b>7%</b>	<b>8%</b>
Marge opérationnelle	7%	4%	7%	7%	6%	7%	8%
Marge nette	1%	1%	5%	5%	4%	3%	4%
Investissements opérationnels nets/CA	3%	4%	6%	4%	6%	4%	4%
BFR/CA	-1%	9%	12%	11%	17%	17%	17%
ROCE	11%	4%	7%	8%	6%	7%	8%
ROCE hors GW	42%	11%	17%	21%	15%	18%	22%
ROE	6%	3%	20%	17%	13%	12%	13%
Payout	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Dividend yield	0%	0%	2%	3%	0%	0%	0%
Ratios d'endettement	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
<b>Gearing (%)</b>	<b>50%</b>	<b>76%</b>	<b>49%</b>	<b>66%</b>	<b>73%</b>	<b>57%</b>	<b>35%</b>
Dettes nettes/EBE	1,4	2,3	1,3	1,7	2,2	1,8	1,1
EBE/charges financières	9,2	5,2	11,1	8,8	5,3	5,9	6,6
Valorisation	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Nombre d'actions (en millions)	4,0	4,6	4,6	4,6	4,6	4,6	4,6
Nombre d'actions moyen (en millions)	4,0	4,0	4,6	4,6	4,6	4,6	4,6
Cours (moyenne annuelle en euros)	19,8		37,0	37,0	37,0	37,0	37,0
(1) Capitalisation boursière moyenne	79,4	0,0	170,5	170,5	170,5	170,5	170,5
(2) Dette nette (+)/trésorerie nette (-)	26,4	35,4	29,9	49,1	59,4	52,6	37,1
(3) Valeur des minoritaires	12,1	1,8	2,7	4,6	5,4	6,2	7,2
(4) Valeur des actifs financiers	-4,6	-3,8	-6,2	-4,9	-4,4	-4,4	-4,4
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	122,5	41,0	209,3	229,1	239,7	233,8	219,3
<b>PER</b>	<b>30,3</b>	<b>54,3</b>	<b>9,4</b>	<b>12,5</b>	<b>17,0</b>	<b>16,8</b>	<b>13,7</b>
VE / EBE	6,1	7,7	6,4	7,6	9,1	8,1	6,7
<b>VE / ROC</b>	<b>8,6</b>	<b>15,9</b>	<b>10,0</b>	<b>11,3</b>	<b>14,2</b>	<b>12,1</b>	<b>9,7</b>
VE / CA	0,6	0,6	0,7	0,8	0,9	0,8	0,7
P/B	1,5	1,7	1,8	2,0	2,1	1,9	1,6
Données par action (€)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
<b>Bnpa</b>	<b>0,65</b>	<b>0,37</b>	<b>2,92</b>	<b>3,01</b>	<b>2,21</b>	<b>2,24</b>	<b>2,75</b>
Book value/action	13,2	10,2	13,2	16,1	17,6	20,0	22,9
Dividende /action	0,00	0,00	0,45	1,10	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 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 depuis 12 mois:**

**Achat**: depuis le 28/07/2022

**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 Visiativ (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