

## Solides résultats opérationnels malgré le contexte

## Publication des résultats S1 2022

Après avoir publié un chiffre d'affaires S1 2022 en croissance de 12,3% à 140,4 M€ et malgré un contexte tendu (contexte géopolitique incertain, d'inflation et de pénuries de matériaux), Réalités publie des résultats solides avec un EBITDA de 17,5 M€, en progression de +25,9%.

## Solidité de la Maîtrise d'Ouvrage

Totalisant 134,4 M€ (+14,1%), la Maîtrise d'Ouvrage constitue toujours la locomotive du Groupe (95% du CA consolidé). Cette dynamique commerciale a été portée par de bonnes ventes en diffus sur le semestre avec une progression des actes de +20,4% à 130,8 M€.

Dans le détail, la transformation du développement foncier ressort à 463,0 M€ (+55% vs S1 2021) et les réservations progressent de 34% à 178,3 M€.

Enfin, le carnet de commandes (backlog commercial, offre commerciale et portefeuille foncier) ressort de nouveau en croissance à 2 886,1 M€, offrant une importante visibilité à Réalités pour les prochains mois.

Sur le semestre, l'EBITDA ressort à 15,2 M€ soit une marge d'EBITDA de 11,3% (vs 10,3% au S1 2021). A noter que sur ce pôle, les charges de personnel ont représenté 8,8% du CA du pôle.

## Montée en puissance de la Maîtrise d'Usage

Comme évoqué depuis plusieurs mois, la montée en puissance de la Maîtrise d'Usage se poursuit au rythme de l'ouverture et du remplissage des résidences gérées par le Groupe. Le chiffre d'affaires S1 progresse de 56% à 11,7 M€

L'EBITDA de ce pôle s'élève à 2,7 M€ sur le semestre contre 1,7 M€ l'an passé. La marge d'EBITDA de cet important relai de croissance pour le Groupe atteint 23%. Activité de services, les charges de personnel ont représenté 52,6% du CA.

## Progression de la rentabilité

Cette bonne dynamique commerciale et la maîtrise opérationnelle de Réalités permettent ainsi d'afficher un EBITDA en progression de 25,9% à 17,5 M€ soit une marge d'EBITDA de 12,4 % (+1,3 points). Après comptabilisation des DAP à hauteur de 8,5 M€, le RO s'affiche lui aussi en croissance de 20,8% à 9,0 M€.

## De belles concrétisations au S1

Sur le semestre, plusieurs projets sont à noter avec notamment l'ouverture de la 7ème résidence Heurus à Cherbourg-en-Cotentin, et la purge du permis de construire du stage Bauer. Pour rappel ce projet représente un chiffre d'affaires potentiel de 250 M€ étalé sur 4 ans. La livraison définitive est attendue pour 2026.

## Renforcement de la structure bilancielle

Post clôture et comme évoqué lors de notre [flash du 8 juillet dernier](#), Réalités a renforcé sa structure bilancielle avec la finalisation d'une augmentation de capital de 35 M€. En intégrant ces éléments, les capitaux propres du Groupe proforma totalisaient 137,1 M€ et la trésorerie active 105 M€. Dans le même temps la dette nette hors dette projets s'élevait à 99,1 M€ soit un Gearing Corporate de 72%.

## Perspectives

Si le contexte actuel, notamment l'inflation et la hausse des taux, incite à la vigilance, Réalités peut capitaliser sur son important carnet de commandes de 2,9 Mds€. Le Groupe réaffirme son objectif 2022 de réaliser un chiffre d'affaires supérieur à 400 M€ ainsi que ceux de son plan Ambitions 2025. Nous maintenons nos attentes. Réalités démontre une nouvelle fois la force de son modèle opérationnel.

## Recommandation

Après la mise à jour de notre modèle de valorisation, notre objectif de cours ressort inchangé à 45,00 € et notre recommandation reste à Achat.



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

## Achat

Objectif de cours	45,00 €
Cours au 16/09/2022	31,80 €
Potentiel	42%

## Données valeur

ALREA.PA / ALREA.FP		
Euronext Growth		
Capitalisation (M€)	323,5	
Nb de titres (en millions)	10,17	
Volume moyen 12 mois (titres)	3 380	
Extrêmes 12 mois	22,00 €	42,00 €

## Performances boursières

Performances (%)	Ytd	1m	6m	12m
Perf. Absolue	-0,6%	-9,4%	-6,5%	12,4%
Perf CAC Small	-19,9%	-10,1%	-10,9%	-18,3%

## Données financières (en M€)

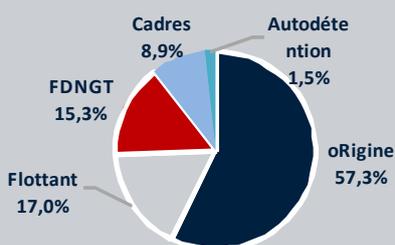
au 31/12	2021	2022e	2023e	2024e
CA	285,7	400,1	523,1	669,8
var %	39,5%	40,0%	30,7%	28,0%
EBE	34,4	46,7	59,6	78,5
% CA	12,0%	11,7%	11,4%	11,7%
REX	20,6	28,1	36,1	50,0
% CA	7,2%	7,0%	6,9%	7,5%
RN consolidé	10,5	14,3	20,2	30,4
% CA	3,7%	3,6%	3,9%	4,5%
Bnpa (€)	1,75	2,54	3,57	5,38
ROCE (%)	4%	5%	6%	7%
ROE (%)	9%	9%	11%	15%
Gearing* (%)	121%	102%	110%	130%
Dette nette	143,0	163,4	193,2	257,2
Dividende n (€)	1,80	1,01	1,43	2,15
Yield (%)	4%	2%	3%	5%

\* Hors dette Foncière

## Multiples de valorisation

	2021	2022e	2023e	2024e
VE/CA (x)	1,0	0,8	0,7	0,6
VE/EBE (x)	8,1	6,9	6,0	5,4
VE/ROC (x)	13,7	11,4	9,9	8,6
PE (x)	14,9	12,5	8,9	5,9

## Actionnariat



Prochaine publication : chiffre d'affaires 2022 le 9 mars 2023



## Analyste

Louis-Marie de Sade  
01 44 70 20 77  
lmdsade@elcorp.com



## Présentation de la société

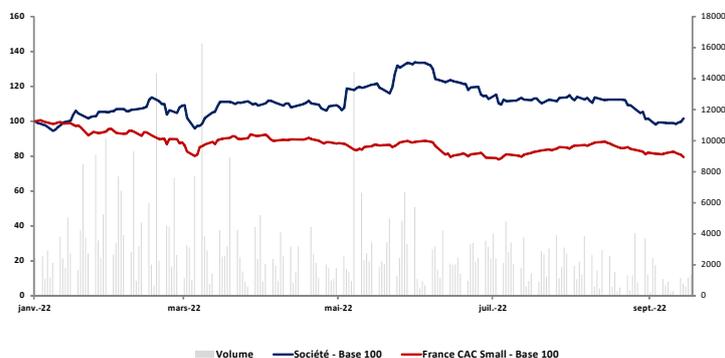
Groupe immobilier spécialisé dans la promotion immobilière et la gestion d'ouvrages, Réalités affiche de belles performances opérationnelles depuis de nombreuses années.

Réalités a un positionnement unique autour de deux métiers complémentaires.

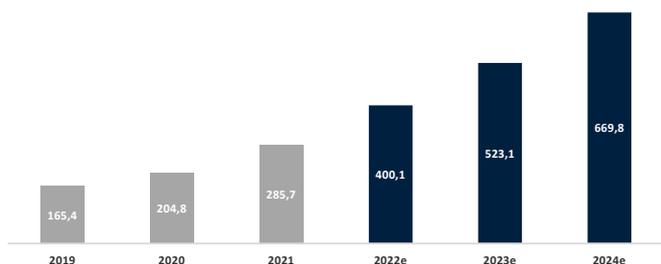
Le premier, c'est la Maîtrise d'Ouvrage, que l'on appelle aussi la promotion immobilière. C'est le métier historique du Groupe qui génère plus de 90% du chiffre d'affaires.

Le second, c'est la Maîtrise d'Usage, qui représente environ 21 M€ de chiffre d'affaires et qui est un véritable relais de croissance. Réalités s'occupe de la gestion et de l'exploitation d'ouvrages selon 3 principaux types d'usages : l'Hospitalité, la Santé et l'Entertainment. Si la maturité de cette activité est attendue pour 2025, ce pôle monte rapidement en puissance.

## Evolution du cours (base 100)



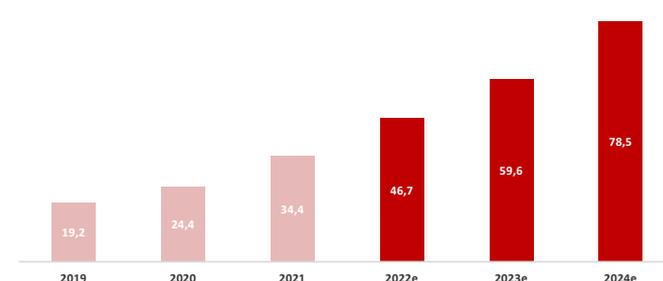
## Evolution du chiffre d'affaires (en M€)



## Argumentaire d'investissement

- La Maîtrise d'Ouvrage, force historique du Groupe.** Expertise historique de Réalités, la Maîtrise d'Ouvrage permet de mettre à profit une véritable maîtrise de l'ingénierie immobilière, du bureau d'étude à la maîtrise d'œuvre d'exécution en passant par la maîtrise d'ouvrage déléguée, les services ressources et la commercialisation. Premier pilier du Groupe, cette activité historique connaît actuellement une excellente dynamique commerciale. Véritable accompagnateur du développement urbain, le savoir-faire issu de la Maîtrise d'Ouvrage permet aujourd'hui à Réalités le développement de Grands Projets territoriaux fortement rémunérateurs.
- La Maîtrise d'Usage, récurrence des cash-flow.** Seconde expertise développée par le Groupe, la Maîtrise d'Usage laisse entrevoir un véritable atout à terme grâce à son côté acyclique et à la récurrence de ses cash-flow. Devenant aussi bien le constructeur et l'exploitant des ouvrages dans lesquels Réalités est impliqué, c'est un nouvel univers qui s'ouvre à la société et une place durable au cœur des villes. Si la montée en puissance de cette activité devrait peser sur le Résultat opérationnel jusqu'à l'atteinte d'une taille critique, la Maîtrise d'Usage joue aussi le rôle de vecteur de développement pour la Maîtrise d'Ouvrage tout en améliorant la résilience du Business Model de Réalités.
- Une délivrabilité constante depuis plusieurs années.** Depuis 2014 Réalités a toujours respecté les guidances faites au marché démontrant ainsi la capacité du Groupe à tenir ses engagements et objectifs. Ce respect des guidances couplé à une maîtrise opérationnelle ont ainsi permis au Groupe d'afficher une solide croissance et une rentabilité constante depuis plusieurs exercices, puis de démontrer la solidité de son Business Model face à la crise de 2020.
- Un plan stratégique à 2025 solide.** Au regard des solides fondations mises en places par le Groupe ces dernières années sur la Maîtrise d'Ouvrage, de la dynamique actuelle et de la montée en puissance de la Maîtrise d'Usage (plan de développement des résidences et synergies entre les activités), nous estimons que le Groupe Réalités dispose de toutes les capacités nécessaires pour atteindre la barre des 800 M€ de chiffre d'affaires à l'horizon 2025.

## Evolution de l'EBE (en M€)



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

### MULTIPLIERS DE VALORISATION

Société	VE / CA			VE / EBITDA			VE / EBIT			P/E		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
CAPELLI	0,9x	0,8x	0,9x	9,8x	8,3x	ns	11,0x	9,1x	7,1x	4,3x	2,9x	2,8x
Kaufman & Broad SA	0,4x	0,4x	0,4x	4,4x	3,0x	3,2x	4,9x	3,2x	3,5x	9,8x	5,4x	6,1x
Nexity SA Class A	0,6x	0,5x	0,5x	4,6x	4,5x	4,4x	6,6x	6,4x	6,2x	6,8x	6,5x	6,3x
<b>Moyenne</b>	<b>0,6x</b>	<b>0,6x</b>	<b>0,6x</b>	<b>6,3x</b>	<b>5,3x</b>	<b>3,8x</b>	<b>7,5x</b>	<b>6,3x</b>	<b>5,6x</b>	<b>7,0x</b>	<b>5,0x</b>	<b>5,1x</b>
<b>Mediane</b>	<b>0,6x</b>	<b>0,5x</b>	<b>0,5x</b>	<b>4,6x</b>	<b>4,5x</b>	<b>3,8x</b>	<b>6,6x</b>	<b>6,4x</b>	<b>6,2x</b>	<b>6,8x</b>	<b>5,4x</b>	<b>6,1x</b>

### Analyste

Louis-Marie de Sade

01 44 70 20 77

lmdesade@elcorp.com



Compte de résultat (M€)	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Chiffre d'affaires	133,6	165,4	204,8	285,7	400,1	523,1	669,8
Excédent brut d'exploitation	12,2	19,2	24,4	34,4	46,7	59,6	78,5
<b>Résultat d'exploitation</b>	<b>9,1</b>	<b>15,9</b>	<b>13,6</b>	<b>20,6</b>	<b>28,1</b>	<b>36,1</b>	<b>50,0</b>
Résultat financier	-0,2	-4,9	-4,5	-8,9	-9,0	-9,2	-9,4
Impôts	-1,5	-2,0	-1,2	-1,2	-4,8	-6,7	-10,1
Résultat net consolidé	7,4	9,0	7,9	10,5	14,3	20,2	30,4
Part des minoritaires	3,1	1,4	1,7	2,5	3,3	4,6	7,0
<b>Résultat net part du groupe</b>	<b>4,3</b>	<b>7,6</b>	<b>6,3</b>	<b>7,9</b>	<b>11,0</b>	<b>15,5</b>	<b>23,4</b>
Bilan (M€)	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Actifs non courants	22,6	63,8	100,4	168,6	175,5	184,2	194,4
<i>dont goodwill</i>	0,3	9,8	12,4	12,4	12,4	12,4	12,4
BFR	77,2	118,7	169,2	202,8	257,8	294,7	372,6
<b>Disponibilités + VMP</b>	<b>44,2</b>	<b>42,8</b>	<b>76,2</b>	<b>98,9</b>	<b>97,9</b>	<b>87,5</b>	<b>42,9</b>
Capitaux propres	52,7	75,6	102,8	110,4	151,9	167,7	191,9
Emprunts et dettes financières	83,5	111,7	169,7	241,9	261,3	280,7	300,1
Dettes IFRS 16	ns	24,4	57,7	100,5	100,5	100,5	100,5
<b>Total Bilan</b>	<b>247,8</b>	<b>367,8</b>	<b>511,0</b>	<b>714,2</b>	<b>854,6</b>	<b>996,1</b>	<b>1164,9</b>
Tableau de flux (M€)	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Marge Brute d'autofinancement	12,6	8,1	25,5	34,5	19,9	27,7	40,9
Variation de BFR	-13,5	-42,1	-49,3	-45,6	-55,0	-36,9	-77,9
<b>Flux net de trésorerie généré par l'activité</b>	<b>-4,1</b>	<b>-38,5</b>	<b>-30,4</b>	<b>-20,2</b>	<b>-35,1</b>	<b>-9,2</b>	<b>-37,0</b>
Investissements opérationnels nets	-3,4	-5,1	-5,4	-9,4	-12,4	-16,2	-20,8
Investissements financiers nets	0,5	6,5	-7,6	-3,0	0,0	0,0	0,0
<b>Flux nets de trésorerie liés aux investissements</b>	<b>-2,8</b>	<b>1,3</b>	<b>-13,0</b>	<b>-12,5</b>	<b>-12,4</b>	<b>-16,2</b>	<b>-20,8</b>
Augmentation de capital	0,0	22,0	19,7	0,0	35,0	0,0	0,0
Variation emprunts	24,7	9,0	51,8	65,6	19,4	19,4	19,4
Variation emprunts IFRS 16	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendes versés	-3,8	-4,5	0,0	-2,7	-7,8	-4,4	-6,2
Autres	0,1	6,7	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,0
<b>Flux nets de trésorerie liés au financement</b>	<b>21,0</b>	<b>33,3</b>	<b>77,8</b>	<b>61,6</b>	<b>46,6</b>	<b>15,0</b>	<b>13,2</b>
Variation de la trésorerie	14,1	-3,8	34,4	28,9	-1,0	-10,5	-44,6
Ratios (%)	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
<b>Variation chiffre d'affaires</b>	<b>4%</b>	<b>24%</b>	<b>24%</b>	<b>40%</b>	<b>40%</b>	<b>31%</b>	<b>28%</b>
Marge EBE	9%	12%	12%	12%	12%	11%	12%
<b>Marge opérationnelle courante</b>	<b>8%</b>	<b>10%</b>	<b>7%</b>	<b>7%</b>	<b>7%</b>	<b>7%</b>	<b>7%</b>
Marge opérationnelle	7%	10%	7%	7%	7%	7%	7%
Marge nette	3%	5%	3%	3%	3%	3%	3%
Investissements opérationnels nets/CA	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
BFR/CA	58%	72%	83%	71%	64%	56%	56%
ROCE	7%	7%	4%	4%	5%	6%	7%
ROE	13%	13%	7%	9%	9%	11%	15%
Payout	40%	0%	49%	99%	40%	40%	40%
Dividend yield	4%	0%	3%	7%	3%	4%	7%
Ratios d'endettement	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
<b>Gearing hors foncière (%)</b>	<b>75%</b>	<b>77%</b>	<b>81%</b>	<b>121%</b>	<b>102%</b>	<b>110%</b>	<b>130%</b>
Dettes nettes/EBE	3,2	3,6	3,8	4,2	3,5	3,2	3,3
EBE/charges financières	32,9	5,2	5,5	3,9	5,2	6,5	8,3
Valorisation	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Nombre d'actions (en millions)	2,6	2,6	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4
Nombre d'actions moyen (en millions)	2,6	2,6	3,5	4,4	4,4	4,4	4,4
Cours (moyenne annuelle en euros)	16,0	22,9	20,6	31,8	31,8	31,8	31,8
(1) Capitalisation boursière moyenne	41,3	59,4	71,4	138,5	138,5	138,5	138,5
(2) Dette nette (+)/trésorerie nette (-)	39,3	69,0	93,6	143,0	163,4	193,2	257,2
(3) Valeur des minoritaires	19,4	18,1	19,3	22,6	25,9	30,5	37,5
(4) Valeur des actifs financiers	-3,6	-3,2	-0,7	-4,1	-6,7	-6,7	-6,7
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	103,7	149,6	185,0	308,2	334,4	368,9	439,9
<b>PER</b>	<b>9,7</b>	<b>7,9</b>	<b>14,3</b>	<b>14,9</b>	<b>12,5</b>	<b>8,9</b>	<b>5,9</b>
VE / EBE	8,0	7,6	8,1	8,1	6,9	6,0	5,4
<b>VE / ROC</b>	<b>9,5</b>	<b>9,3</b>	<b>14,5</b>	<b>13,7</b>	<b>11,4</b>	<b>9,9</b>	<b>8,6</b>
VE / CA	0,7	0,9	1,0	1,0	0,8	0,7	0,6
P/B	0,8	0,8	0,9	1,1	0,9	0,8	0,7
Données par action (€)	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
<b>Bnpa</b>	<b>2,1</b>	<b>2,9</b>	<b>1,5</b>	<b>1,7</b>	<b>2,5</b>	<b>3,6</b>	<b>5,4</b>
Book value/action	20,3	29,2	23,6	25,4	34,9	38,5	44,1
Dividende /action	0,66	0,00	0,70	1,80	1,01	1,43	2,15

## Analyste

Louis-Marie de Sade

01 44 70 20 77

lmdesade@elcorp.com



**Système de recommandations :**

Les recommandations d'EuroLand Corporate portent sur les douze prochains mois et sont définies comme suit :

**Achat** : Potentiel de hausse du titre supérieur à 15% en absolu par rapport au cours actuel, assorti d'une qualité des fondamentaux.

**Accumuler** : Potentiel de hausse du titre compris entre 0% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.

**Neutre** : Potentiel du titre compris entre -5% et +5% en absolu par rapport au cours actuel.

**Alléger** : Potentiel de baisse du titre compris entre 0% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.

**Vente** : Potentiel de baisse du titre supérieur à 15% en absolu par rapport au cours actuel, valorisation excessive.

**Sous revue** : La recommandation est sous revue en raison d'une opération capitalistique (OPA / OPE / Augmentation de capital...), d'un changement d'analyste ou d'une situation de conflit d'intérêt temporaire entre Euroland Corporate et l'émetteur.

**Historique de recommandations depuis 12 mois:**

**Achat**: Depuis le 01/01/2022

**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 Réalités (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