

Réalités

Immobilier

Une nouvelle année d'amélioration des résultats mais un marché toujours complexe

Publication des résultats 2022

Malgré un environnement de marché complexe (contexte conjoncturel, tension sur les approvisionnements, remontée des taux, ...), Réalités publie un chiffre d'affaires 2022 en croissance de +27,5% à 364,2 M€. Le Groupe clôture un nouvel exercice d'amélioration de ses résultats avec un RO de 28,9 M€, en hausse de +40%.

Belle performance de la Maîtrise d'Ouvrage

Si le marché immobilier a été largement impacté en fin d'année 2022, notamment par la remontée des taux et par les restrictions d'accès au crédit (baisse des ventes aux particuliers de -26% sur un an et recule des ventes en blocs de -36,6%), le pôle Maîtrise d'Ouvrage de Réalités affiche une nouvelle année de croissance avec une progression de +31,3% à 360,2 M€.

Concernant ses indicateurs d'activité, le développement foncier est ressorti à 956,6 M€ (+32,2% en 2022), les réservations ont totalisé 543 M€ (+64%) et enfin, les actes ont affiché une croissance de +40% à 490,9 M€.

Sur l'exercice, la marge d'EBITDA de la Maîtrise d'Ouvrage ressort stable à 9,1% soit un EBITDA de 47,9 M€.

La Maîtrise d'Usage monte en puissance

Véritable relai de croissance pour le Groupe, la Maîtrise d'Usage poursuit son développement. Fort de 47 sites en exploitation, le chiffre d'affaires de ce pôle est ressorti en hausse de +42,5% à 30,3 M€.

Activité aux marges élevées, la Maîtrise d'Usage contribue pour la première fois à l'amélioration de la rentabilité du Groupe dans son ensemble. L'EBITDA du pôle s'élève ainsi à 12,5 M€ soit une marge de 41,4%, en progression de 8,3 points.

Une nouvelle année d'amélioration des résultats

Cette contribution positive des deux activités et notamment celle de la Maîtrise d'Usage permet ainsi à Réalités d'afficher une nouvelle année d'amélioration de ses résultats : l'EBITDA progresse de +37,8% à 47,9 M€, soit une marge de 13,2% (+1 pt). Le résultat opérationnel s'inscrit lui aussi en hausse, +40%, à 28,9 M€.

Après prise en compte d'un résultat financier de -13,2 M€ et d'une charge d'impôts de -3,3 M€, le RN s'établit à 12,5 M€ (vs 10,6 M€). Fort de ces solides résultats, Réalités proposera la distribution d'un dividende de 0,99 € par action.

Renforcement des fonds propres en 2022

Comme évoqué en juillet dernier, le Groupe a procédé au renforcement de ses fonds propres via une AK de 35 M€ au prix de 45 € par action. Les capitaux ressortent ainsi logiquement en hausse pour totaliser 144,5 M€ fin 2022. Dans le même temps, la trésorerie active s'élève à 79,4 M€ pour une dette nette corporative (hors projets) de 110,4 M€, soit un gearing de 76,4% contre 87% l'an passé.

Un marché compliqué en 2023

Réalités s'attend à deux années compliquées pour son activité de Maîtrise d'Ouvrage avec une baisse des marchés résidentiels et du tertiaire de l'ordre de -50% en 2023 puis sur une stabilité en 2024. En conséquence, le Groupe a engagé des décisions opérationnelles afin de s'adapter à ces conditions de marché, notamment autour d'une révision complète de son portefeuille de projets et d'une accélération du développement des résidences gérées et des usages.

Une fois ces deux années compliquées passées, Réalités s'attend ensuite à une relance en 2025

Achat

Objectif de cours	42,00 €
Cours au 23/03/2023	28,00 €
Potentiel	50%

Données valeur

ALREA.PA / ALREA.FP	
Euronext Growth	
Capitalisation (M€)	121,9
Nb de titres (en millions)	4,35
Volume moyen 12 mois (titres)	1669
Extrêmes 12 mois	26,30 € - 42,00 €

Performances boursières

Performances (%)	Ytd	1m	6m	12m
Perf. Absolue	1,4%	-1,4%	-6,7%	-15,9%
Perf CAC Small	1,7%	-4,4%	6,3%	-11,3%

Données financières (en M€)

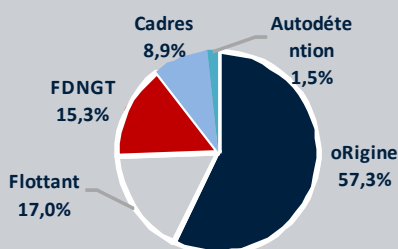
au 31/12	2021	2022e	2023e	2024e
CA	285,7	364,2	441,3	577,3
var %	39,5%	27,5%	21,2%	30,8%
EBE	34,4	47,9	51,1	67,2
% CA	12,0%	13,2%	11,6%	11,6%
REX	20,6	28,9	27,1	35,2
% CA	7,2%	7,9%	6,1%	6,1%
RN consolidé	10,5	12,5	13,4	19,3
% CA	3,7%	3,4%	3,0%	3,4%
Bnpa (€)	2,13	2,46	2,63	3,80
ROCE (%)	4%	5%	5%	6%
ROE (%)	9%	8%	9%	11%
Gearing* (%)	121%	76%	81%	91%
Dette nette	143,0	110,4	138,5	166,4
Dividende n (€)	1,80	0,99	1,05	1,52
Yield (%)	4%	2%	3%	4%

* Hors dette Foncière

Multiples de valorisation

	2021	2022e	2023e	2024e
VE/CA (x)	0,9	0,9	0,6	0,5
VE/EBE (x)	7,5	6,6	5,5	4,6
VE/ROC (x)	12,7	10,9	10,4	8,8
PE (x)	12,2	12,7	10,7	7,4

Actionnariat



Prochaine publication : AG le 23 mai 2023



Analyste

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



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

ainsi qu'en 2026. Nous avons déjà actualisé lors de notre dernière publication nos attentes de chiffre d'affaires et de marges pour 2023, attentes que nous maintenons avec un chiffre d'affaires 2023e de 441,3 M€ et ajustons notre marge opérationnelle à 6,1% (vs 6,8%).

Si la Maîtrise d'Ouvrage devrait être sous pression ces deux prochaines années, la montée en puissance des usages, plus fortement margés, devrait permettre d'atténuer les effets de la crise sur le Groupe.

A plus long terme, Réalités confirme que ses objectifs à 2025 sont toujours réalisables. Pour y arriver, le Groupe pourra notamment capitaliser sur un pipeline de projets (backlog commercial, offre commerciale et portefeuille foncier) de 3 182 M€.

Lancement du projet M100

Enfin, Réalités a annoncé le lancement du projet M100 visant à financer le projet d'entreprise via la levée de 100 M€ en capital.

Décomposé en 3 volets, ce projet comprend 1/ la signature de deux partenariats de 30 M€ en co-investissement immobilier pour un total de 60 M€, la structuration d'un accord-cadre de co-investissement dans les usages pour 25-35 M€ et une potentielle augmentation de capital sur le Groupe, 2/ le refinancement du portefeuille de dettes et 3/ l'accélération de Réalités BuildTech, via l'ouverture de ses solutions à l'ensemble du marché et de son capital aux acteurs du secteur. L'objectif est de finaliser ce projet d'ici la fin 2023.

Si la période de deux ans qui s'ouvre actuellement devrait être compliquée pour l'activité Maîtrise d'Ouvrage, Réalités peut compter sur la poursuite du développement de la Maîtrise d'Usage, véritable atout pour son côté acyclique et déjà contributeur à la rentabilité du Groupe dans son ensemble.

Recommandation

Après la mise à jour de notre modèle de valorisation, notre objectif de cours ressort à 42,00 € et notre recommandation reste à Achat.



Analyste

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



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

Présentation de la société

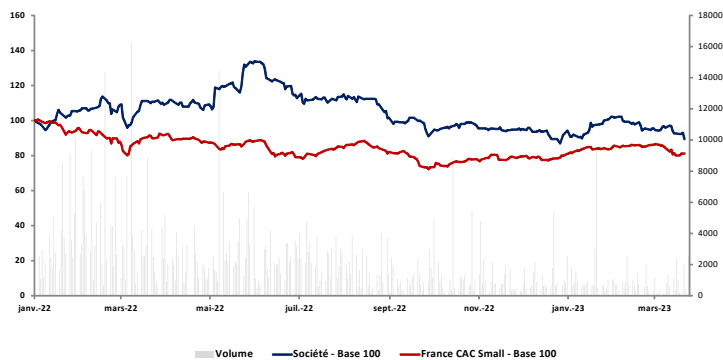
Groupe immobilier spécialisé dans la promotion immobilière et la gestion d'ouvrages, Réalités affiche de belles performances opérationnelles depuis de nombreuses années.

Réalités a un positionnement unique autour de deux métiers complémentaires.

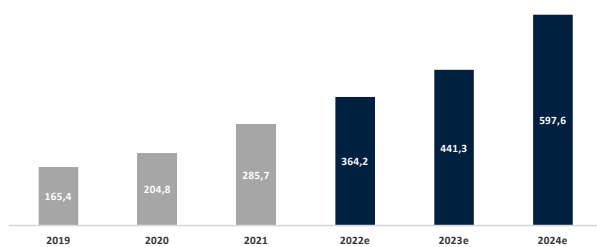
Le premier, c'est la Maîtrise d'Ouvrage, que l'on appelle aussi la promotion immobilière. C'est le métier historique du Groupe qui génère plus de 90% du chiffre d'affaires.

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)



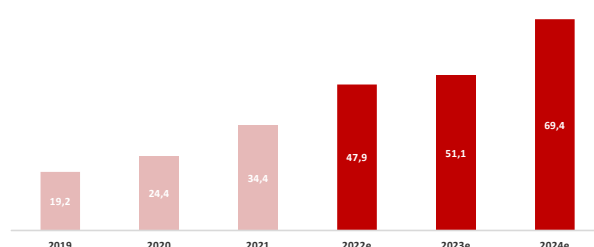
Evolution du chiffre d'affaires (en M€)



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	Capitalisation	VE / CA		VE / EBITDA		VE / EBIT		P/E	
		2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024
CAPELLI	23,1	0,8x	0,8x	8,1x	8,8x	9,5x	7,2x	2,6x	2,2x
Kaufman & Broad SA	545,8	0,4x	0,4x	4,6x	5,0x	5,1x	5,5x	7,9x	8,7x
Nexity SA Class A	1 295,5	0,6x	0,6x	5,5x	5,1x	8,5x	7,7x	8,2x	7,1x
Moyenne		0,6x	0,6x	6,1x	6,3x	7,7x	6,8x	6,2x	6,0x
Mediane		0,6x	0,6x	5,5x	5,1x	8,5x	7,2x	7,9x	7,1x

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	364,2	441,3	577,3
Excédent brut d'exploitation	12,2	19,2	24,4	34,4	47,9	51,1	67,2
Résultat d'exploitation	9,1	15,9	13,6	20,6	28,9	27,1	35,2
Résultat financier	-0,2	-4,9	-4,5	-8,9	-13,2	-9,2	-9,4
Impôts	-1,5	-2,0	-1,2	-1,2	-3,2	-4,5	-6,4
Résultat net consolidé	7,4	9,0	7,9	10,5	12,5	13,4	19,3
Part des minoritaires	3,1	1,4	1,7	2,5	1,8	1,9	2,8
Résultat net part du groupe	4,3	7,6	6,3	7,9	10,7	11,4	16,6
Bilan (M€)	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Actifs non courants	22,6	63,8	100,4	168,6	156,2	140,1	125,4
<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	274,4	276,9	334,3
Disponibilités + VMP	44,2	42,8	76,2	98,9	80,8	123,4	115,5
Capitaux propres	52,7	75,6	102,8	110,4	151,5	160,6	175,3
Emprunts et dettes financières	83,5	111,7	169,7	241,9	241,9	261,9	281,9
Dettes IFRS 16	ns	24,4	57,7	100,5	100,5	100,5	100,5
Total Bilan	247,8	367,8	511,0	714,2	798,3	893,2	1040,4
Tableau de flux (M€)	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Marge Brute d'autofinancement	12,6	8,1	25,5	34,5	31,5	37,4	51,3
Variation de BFR	-13,5	-42,1	-49,3	-45,6	-71,6	-2,5	-57,4
Flux net de trésorerie généré par l'activité	-4,1	-38,5	-30,4	-20,2	-40,1	34,9	-6,0
Investissements opérationnels nets	-3,4	-5,1	-5,4	-9,4	-6,6	-7,9	-17,3
Investissements financiers nets	0,5	6,5	-7,6	-3,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-2,8	1,3	-13,0	-12,5	-6,6	-7,9	-17,3
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	0,0	20,0	20,0
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	-6,4	-4,3	-4,6
Autres	0,1	6,7	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés au financement	21,0	33,3	77,8	61,6	28,6	15,7	15,4
Variation de la trésorerie	14,1	-3,8	34,4	28,9	-18,1	42,6	-7,9
Ratios (%)	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Variation chiffre d'affaires	4%	24%	24%	40%	27%	21%	31%
Marge EBE	9%	12%	12%	12%	13%	12%	12%
Marge opérationnelle courante	8%	10%	7%	7%	8%	6%	6%
Marge opérationnelle	7%	10%	7%	7%	8%	6%	6%
Marge nette	3%	5%	3%	3%	3%	3%	3%
Investissements opérationnels nets/CA	3%	3%	3%	3%	2%	2%	3%
BFR/CA	58%	72%	83%	71%	75%	63%	58%
ROCE	7%	7%	4%	4%	5%	5%	6%
ROE	13%	13%	7%	9%	8%	9%	11%
Payout	40%	0%	40%	81%	40%	40%	40%
Dividend yield	4%	0%	3%	7%	3%	4%	5%
Ratios d'endettement	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Gearing hors foncière (%)	75%	77%	81%	121%	100%	81%	91%
Dettes nettes/EBE	3,2	3,6	3,8	4,2	3,4	2,7	2,5
EBE/charges financières	32,9	5,2	5,5	3,9	3,6	5,5	7,1
Valorisation	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Nombre d'actions (en millions)	2,6	2,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6
Nombre d'actions moyen (en millions)	2,6	2,6	3,1	3,6	3,6	3,6	3,6
Cours (moyenne annuelle en euros)	16,0	22,9	20,6	28,3	28,3	28,3	28,3
(1) Capitalisation boursière moyenne	41,3	59,4	63,5	101,3	101,3	101,3	101,3
(2) Dette nette (+)/trésorerie nette (-)	39,3	69,0	93,6	143,0	161,2	138,5	166,4
(3) Valeur des minoritaires	19,4	18,1	19,3	22,6	24,4	26,3	29,1
(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	177,1	271,0	293,6	272,9	303,6
PER	9,7	7,9	11,8	12,2	12,7	10,8	7,4
VE / EBE	8,0	7,6	7,5	7,5	6,6	5,5	4,7
VE / ROC	9,5	9,3	13,3	12,7	10,9	10,4	8,9
VE / CA	0,7	0,9	0,9	0,9	0,9	0,6	0,5
P/B	0,8	0,8	0,7	0,9	0,9	0,8	0,7
Données par action (€)	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Bnpa	2,1	2,9	1,8	2,1	2,5	2,6	3,8
Book value/action	20,3	29,2	28,7	30,8	42,3	44,8	49,0
Dividende /action	0,66	0,00	0,70	1,80	0,99	1,05	1,52

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