

# Micropole

## Services informatiques

### Chiffre d'affaires en croissance / résultats attendus en baisse

#### Achat

Objectif de cours	1,60 €
Cours au 29/02/2024	1,12 €
Potentiel	43%

#### Données valeur

ALMIC.PA / ALMIC:PF	
Euronext Growth	
Capitalisation (M€)	32,4
Nb de titres (en millions)	29,09
Volume moyen 12 mois (titres)	17 027
Extrêmes 12 mois	0,88 € 143 €

#### Performances boursières

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	3,7%	4,2%	18,1%	5,5%
Perf CAC Small	-0,7%	-2,1%	8,9%	-10,4%

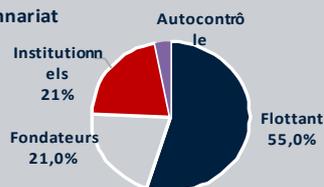
#### Données financières (en M€)

au 31/12	2022	2023e	2024e	2025e
CA	135,2	141,9	151,1	161,0
var %	10,7%	5,0%	6,5%	6,5%
EBE	8,6	8,1	9,9	11,1
% CA	6,3%	5,7%	6,6%	6,9%
ROC	5,5	5,0	6,8	7,9
% CA	4,1%	3,5%	4,5%	4,9%
RN	1,0	1,8	2,9	3,6
% CA	0,7%	1,3%	1,9%	2,3%
Bnpa (€)	0,03	0,06	0,10	0,13
ROCE (%)	5%	4%	5%	6%
ROE (%)	2%	3%	5%	6%
Gearing (%)	19%	16%	17%	12%
Dette nette	10,1	8,7	9,8	7,4
Dividende n (€)	0,00	0,00	0,00	0,00
Yield (%)	-			

#### Multiples de valorisation

	2022	2023e	2024e	2025e
VE/CA (x)	0,3	0,3	0,3	0,3
VE/EBE (x)	5,5	5,6	4,7	4,0
VE/ROC (x)	8,6	9,1	6,9	5,7
PE (x)	36,9	19,9	12,1	9,7

#### Actionnariat



#### Publication du CA 2023

Après avoir communiqué sur un CA S1 en progression de +4,7% (+3,6% à pcc), Micropole publie un chiffre d'affaires annuel 2023 de 141,9 M€, faisant ressortir une croissance de +5,0% (dont +4,2% à périmètre et taux de change constants). Cette performance, globalement en ligne avec notre attente de 144,6 M€ (+7,0%) implique une meilleure dynamique sur le S2 avec un CA de 70,7 M€ en progression de 5,3%. Pour l'exercice 2024, le groupe table sur une poursuite de la croissance à la faveur d'un niveau de demande satisfaisant tout en réaffirmant sa confiance dans le redressement de sa rentabilité à moyen terme.

#### Commentaires

Avec une progression de +5,0%, Micropole a bénéficié d'une bonne appétence pour ses offres Cloud et cybersécurité, mais également d'une progression de 4,7% de son TJM. Au cours de l'année, deux tendances opposées ont été observées : 1/ une activité Data et Cloud en croissance d'environ +10% profitant d'un niveau de demande soutenu et 2/ une activité Digital plus contrastée en recul d'environ -5%.

Consécutivement, la France, principal segment du Groupe dont le CA est composé de près de 70% de revenu Data/Cloud ressort en progression de +7,3% sur l'année. La tendance est globalement similaire au BeLux où le chiffre d'affaires est en augmentation de 7,3% en 2023. A noter, les tensions sur les ressources demeurent importantes dans cette région. Enfin, la Suisse, locomotive historique du Groupe, pâtit : 1/ de son exposition Digital (env. 70% du CA), 2/ d'un faible taux d'activité et 3/ des restructurations (réduction des effectifs) et ressort en baisse de -0,7%. Alors que la situation s'est progressivement normalisée en Suisse, avec des niveaux d'activité en ligne avec les standards du Groupe, l'exercice 2024 devrait être mieux orienté.

#### Perspectives

Micropole bénéficie toujours d'une demande forte notamment sur ses offres Data et Cloud qui sont actuellement la priorité du développement du Groupe. Néanmoins, nous comprenons que les effets défavorables qui ont pesé sur la marge au S1, à savoir, une baisse du taux d'emploi et du TJM en Suisse devraient continuer à peser sur la marge au S2. Ainsi, nous ajustons nos estimations 2023e avec un de ROC à 5,0 M€ (MOC 3,5%).

#### Recommandation

Après mise à jour de notre modèle de valorisation, notre objectif de cours ressort à 1,60 € et notre recommandation reste à Achat.

Prochaine publication : 23 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.](#)

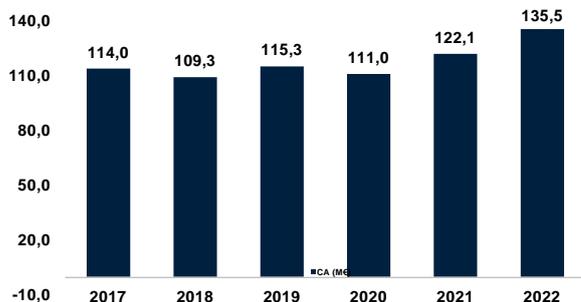
## Présentation de la société

Créé en 1987, Micropole est un groupe international de conseil et technologies innovantes, spécialisé en Data&Digital. Sa stratégie commerciale s'articule autour de 3 offres majeures : 1/ Digital expérience des entreprises 2/ Data Intelligence & Performance (BI, dataming, analyse prédictive), 3/ Data Gouvernance & Data. Cette organisation permet non seulement de mieux adresser les problématiques auxquelles sont confrontées les entreprises mais aussi de couvrir les SMACS dans leur globalité. Présent en France et à l'international (Suisse, Belgique, Chine, Pays-Bas, Luxembourg et Espagne) avec 1 129 collaborateurs, Micropole accompagne une clientèle Grands comptes (dont 80 % des entreprises du CAC 40).

## Evolution du cours (base 100)



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



## Argumentaire d'investissement

- L'évolution de l'offre.** Micropole a passé ces dernières années à structurer son offre autour de la data et du Digital tout en capitalisant sur l'effervescence autour du Cloud. L'évolution du mix d'activité devrait se refléter sur le plan boursier également.
- Amélioration des marges.** En parallèle de l'évolution de son offre, le management travaille depuis plusieurs mois à la rationalisation de ses coûts. Le Groupe devrait tendre progressivement vers des marges plus normatives dans le secteur autour de 7-8%.
- Une valorisation attractive.** Au-delà des éléments opérationnel, la valorisation constitue un point intéressant du dossier. Avec 50 M€ de capitaux propres pour une capitalisation de 38 M€, la société affiche une décote significative. De plus, avec un ROC attendu à près de 8 M€ en 2022, la société se paie 3,8x contre 11,3x pour le secteur, une valorisation attractive pour un acteur en croissance.

## Evolution du ROC & MOC (en M€ et %)



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

	Market Cap (€m)			EV / Sales			EV / EBITDA			P/E		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
Assystem SA	687,8			1,5	1,4	1,3	17,4	16,3	14,8	16,2	17,2	15,2
Aubay SA	649,2			1,1	1,0	1,0	9,4	9,1	8,6	17,7	16,9	16,0
Wavestone SA	997,7			1,8	1,7	1,6	11,4	10,7	9,9	18,9	17,2	15,4
Infotel SA	392,8			1,0	0,9	0,8	7,7	7,0	6,5	20,1	18,0	16,3
Neuronex SA	1 012,7			1,1	1,0	1,0	8,1	7,6	7,1	21,3	19,8	18,4
Atos SE	1 551,7			0,3	0,3	0,3	3,2	2,9	2,6	-7,9	11,0	6,1
Capterio SE	30 802,1			1,5	1,5	1,4	9,6	9,1	8,4	16,3	15,8	14,3
Sopra Steria Group SA	3 902,0			0,8	0,8	0,7	7,1	6,1	5,6	15,7	13,3	11,6
<b>Mean</b>				1,1	1,1	1,0	9,2	8,6	8,0	14,8	16,2	14,2
<b>Median</b>				1,1	1,0	1,0	8,7	8,3	7,7	17,0	17,1	15,3

Compte de résultat (M€)	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Chiffre d'affaires	109,3	115,3	111,0	122,1	135,2	141,9	151,1	161,0
Excédent brut d'exploitation	5,8	9,6	8,4	10,1	8,6	8,1	9,9	11,1
<b>Résultat opérationnel courant</b>	<b>4,6</b>	<b>6,0</b>	<b>4,5</b>	<b>6,5</b>	<b>5,5</b>	<b>5,0</b>	<b>6,8</b>	<b>7,9</b>
Résultat opérationnel	3,0	4,4	2,6	5,0	3,3	5,0	6,8	7,9
Résultat financier	-0,8	-0,9	-1,0	-1,0	-1,5	-0,8	-0,8	-0,8
Impôts	-1,1	-1,2	-1,4	-1,0	-0,8	-2,4	-3,0	-3,3
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1
<b>Résultat net part du groupe</b>	<b>1,1</b>	<b>2,4</b>	<b>-0,2</b>	<b>2,9</b>	<b>1,0</b>	<b>1,8</b>	<b>2,9</b>	<b>3,6</b>
Bilan (M€)	2018e	2019e	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Actifs non courants	58,1	69,0	66,7	71,1	73,4	74,3	75,2	76,0
<i>dont goodwill</i>	<i>50,9</i>	<i>50,3</i>	<i>50,2</i>	<i>51,7</i>	<i>51,8</i>	<i>51,8</i>	<i>51,8</i>	<i>51,8</i>
BFR	7,4	1,9	-8,7	-6,4	5,0	4,4	7,7	8,2
<b>Disponibilités + VMP</b>	<b>11,9</b>	<b>16,3</b>	<b>26,7</b>	<b>23,3</b>	<b>14,6</b>	<b>16,0</b>	<b>14,9</b>	<b>17,4</b>
Capitaux propres	49,2	52,2	50,8	51,7	53,9	55,7	58,7	62,4
Emprunts et dettes financières	24,2	25,8	24,5	19,7	24,7	24,7	24,7	24,7
<b>Total Bilan</b>	<b>122,5</b>	<b>140,0</b>	<b>141,0</b>	<b>139,9</b>	<b>136,9</b>	<b>154,5</b>	<b>161,8</b>	<b>169,6</b>
Tableau de flux (M€)	2018e	2019e	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Marge Brute d'autofinancement	3,0	7,8	5,7	7,9	5,1	8,1	9,9	11,1
Variation de BFR	0,3	0,3	12,2	0,5	-10,4	0,5	-3,3	-0,5
<b>Flux nets de trésorerie généré par l'activité</b>	<b>2,3</b>	<b>7,4</b>	<b>16,2</b>	<b>7,9</b>	<b>-6,5</b>	<b>6,2</b>	<b>3,7</b>	<b>7,2</b>
Investissements opérationnels nets	-1,9	-1,7	-1,0	-1,9	-4,0	-4,0	-4,0	-4,0
Investissements financiers nets	-0,2	-0,2	-0,2	-1,0	-0,2	0,0	0,0	0,0
<b>Flux nets de trésorerie liés aux investissements</b>	<b>-2,0</b>	<b>-2,1</b>	<b>-1,6</b>	<b>-2,4</b>	<b>-4,1</b>	<b>-4,0</b>	<b>-4,0</b>	<b>-4,0</b>
Augmentation de capital	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	-1,7	2,5	-1,5	-5,1	4,7	0,0	0,0	0,0
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	0,0	1,0	2,0	3,0	4,0	5,0	6,0	7,0
<b>Flux nets de trésorerie liés au financement</b>	<b>-2,0</b>	<b>-1,0</b>	<b>-4,8</b>	<b>-8,6</b>	<b>1,9</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,8</b>
Variation de trésorerie	-1,7	4,4	9,8	-3,0	-8,7	1,4	-1,1	2,4
Ratios (%)	2018e	2019e	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
<b>Variation chiffre d'affaires</b>	<b>-4,1%</b>	<b>5,4%</b>	<b>-3,7%</b>	<b>10,0%</b>	<b>10,7%</b>	<b>5,0%</b>	<b>6,5%</b>	<b>6,5%</b>
Marge EBE	5%	8%	8%	8%	6%	6%	7%	7%
<b>Marge opérationnelle courante</b>	<b>4%</b>	<b>5%</b>	<b>4%</b>	<b>5%</b>	<b>4%</b>	<b>4%</b>	<b>4%</b>	<b>5%</b>
Marge opérationnelle	3%	4%	2%	4%	2%	4%	4%	5%
Marge nette	1%	2%	0%	2%	1%	1%	2%	2%
Investissements opérationnels nets/CA	2%	1%	1%	2%	3%	3%	3%	2%
BFR/CA	7%	2%	-8%	-5%	4%	3%	5%	5%
ROCE	5%	6%	5%	7%	5%	4%	5%	6%
ROCE hors GW	21%	19%	39%	33%	14%	12%	15%	16%
ROE	2%	5%	0%	6%	2%	3%	5%	6%
Payout	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Dividend yield	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Ratios d'endettement	2018e	2019e	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
<b>Gearing (%)</b>	<b>25%</b>	<b>18%</b>	<b>-4%</b>	<b>-7%</b>	<b>19%</b>	<b>16%</b>	<b>17%</b>	<b>12%</b>
Dettes nettes/EBE	2,1	1,0	-0,3	-0,4	1,2	1,1	1,0	0,7
EBE/charges financières	12,1	11,2	7,2	11,4	3,6	6,2	8,4	9,7
Valorisation	2018e	2019e	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Nombre d'actions (en millions)	29,1	29,1	29,1	29,1	29,1	29,1	29,1	29,1
Nombre d'actions moyen (en millions)	29,1	29,1	29,1	29,1	29,1	29,1	29,1	29,1
Cours (moyenne annuelle en euros)	1,3	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
(1) Capitalisation boursière moyenne	38,1	35,5	35,5	35,5	35,5	35,5	35,5	35,5
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	12,3	9,5	-2,2	-3,7	10,1	8,7	9,8	7,4
(3) Valeur des minoritaires	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	0,4	0,4
(4) Valeur des actifs financiers	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	50,5	45,1	33,5	32,0	45,8	44,4	45,6	43,3
<b>PER</b>	<b>35,0</b>	<b>15,1</b>	<b>-187,9</b>	<b>12,3</b>	<b>36,9</b>	<b>19,9</b>	<b>12,1</b>	<b>9,7</b>
VE / EBE	8,9	4,9	4,2	3,3	5,5	5,6	4,7	4,0
<b>VE / ROC</b>	<b>11,3</b>	<b>7,8</b>	<b>7,8</b>	<b>5,2</b>	<b>8,6</b>	<b>9,1</b>	<b>6,9</b>	<b>5,7</b>
VE / CA	0,5	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
P/B	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6
Données par action (€)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Bnpa</b>	<b>0,04</b>	<b>0,08</b>	<b>-0,01</b>	<b>0,10</b>	<b>0,03</b>	<b>0,06</b>	<b>0,10</b>	<b>0,13</b>
Book value/action	1,7	1,8	1,7	1,8	1,9	1,9	2,0	2,1
Dividende /action	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

## Analyste

Sid Bachir

01 44 70 20 76

sbachir@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 29/07/2022

**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 Micropole (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