

## Achat (vs Accumuler)

<b>Objectif de cours</b>	<b>54,00 € (vs 57,00 €)</b>
Cours au 14/03/2024	45,60 €
<b>Potentiel</b>	<b>18%</b>

## Données valeur

ETOF.PA / INF:FP	
Euronext Paris	
Capitalisation (M€)	314,2
Nb de titres (en millions)	6,89
Volume moyen 12 mois (titres)	2 300
Extrêmes 12 mois	40,10 € 59,80 €

## Performances boursières

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	-14,0%	-1,1%	-13,0%	-20,8%
Perf CAC Small	-1,8%	-2,3%	2,7%	-8,5%

## Données financières (en M€)

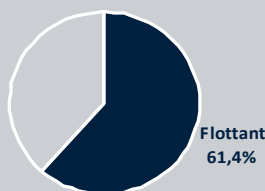
au 31/12	2022	2023e	2024e	2025e
CA	300,4	307,5	317,0	340,0
var %	14,0%	2,4%	3,1%	7,3%
EBE	39,1	35,1	36,2	41,5
% CA	13,0%	11,4%	11,4%	12,2%
ROC	29,8	24,9	26,0	31,3
% CA	9,9%	8,1%	8,2%	9,2%
RN	20,3	18,1	19,0	22,9
% CA	6,8%	5,9%	6,0%	6,7%
Bnpa (€)	3,05	2,71	2,86	3,44
ROCE (%)	39%	32%	32%	35%
ROE (%)	18%	15%	15%	17%
Gearing (%)	-84%	-82%	-76%	-71%
Dette nette	-97,5	-96,6	-94,1	-95,3
Dividende n (€)	1,60	2,00	2,00	2,00
Yield (%)	-			

## Multiples de valorisation

	2022	2023e	2024e	2025e
VE/CA (x)	0,6	0,6	0,6	0,6
VE/EBE (x)	6,3	4,7	5,3	5,2
VE/ROC (x)	8,7	6,2	7,5	7,2
PE (x)	21,8	14,7	16,5	15,7

## Actionnariat

Dirigeants  
&  
Fondateurs  
38,6%



## Le recrutement pèse sur la marge

## Publication des résultats annuels 2023

Infotel fait suite à la publication de son CA 2023 de 307,5 M€ (+2,4%) et communique sur un ROC hors actions gratuites de 27,5 M€ (vs 29,9 M€) et de 24,9 M€ (MOC de 8,1% vs 9,9% en 2022) avec actions gratuites, en dessous de nos attentes (26,8 M€e). Le RNpg ressort à 18,1 M€ (marge nette de 5,9% vs 6,8% en 2022). La société va proposer un dividende de 2,00 € pour compenser la dilution liée aux actions gratuites. Sur l'exercice 2024, Infotel anticipe un rebond de son activité au S2 sous l'effet de la reprise des investissements. Le management rappelle également ses objectifs 2026, à savoir un CA de 380 M€ et une MOC supérieure à 10%.

## Commentaires

Dans un environnement de marché atone, marqué par une baisse d'activité au S2, Infotel publie des résultats annuels en retrait. En 2023, alors que les Services (96,2% du CA du Groupe) ont pâti de la baisse des investissements dans le secteur bancaire (1<sup>er</sup> segment du Groupe avec 38,7% du CA), le Groupe a poursuivi sa politique de recrutement. Avec 599 recrutements bruts sur l'année (dont 104 net) les charges de personnel ressortent en progression de +9,8% à 124,8 M€. Dans une moindre mesure, le taux d'intercontrat pèse également en passant de 0,9% à 2,2%. Alors que le management anticipe une reprise de la croissance à partir du S2 2024, le Groupe devrait poursuivre sa politique et vise 500 recrutements bruts. En parallèle, la prise en compte d'AGA pour 2,6 M€ fait ressortir le ROC à 24,9 M€ soit une MOC de 8,1%.

## Un portefeuille clients solide

Infotel est revenu sur la répartition du chiffre d'affaires entre ses principaux clients. Ainsi, sur 2023, Infotel a généré 68% de son CA avec ses 10 plus gros clients (le premier étant Airbus). Malgré la baisse du budget IT de BNP Paribas (env.-20%), la banque demeure le deuxième client du Groupe avec un CA généré de 30,1 M€ (vs 33,6 M€ en 2022). Enfin, BPCE clôture le podium avec 10,0% du CA service.

## Un bilan toujours très solide

En termes de trésorerie, malgré FCF de 17,6 M€, Infotel ne couvre pas le versement de dividendes de 2,00 € en mai 2023 et fait ressortir une trésorerie nette en recul de 0,9 M€ à 96,9 M€. A fin 2023, les capitaux propres du Groupe s'élèvent à 117,9 M€ (vs 115,7 M€). Fort d'une santé financière remarquable, Infotel va proposer un nouveau dividende de 2,00 €/action au titre de l'exercice 2023. Pour les exercices à venir, nous estimons que le Groupe devrait maintenir un niveau de rendement élevé afin de compenser la future dilution liée au plan d'actions gratuites dont bénéficient certains managers clés.

## Perspectives et ajustement de nos estimations

Après une année 2023 contrastée, le management anticipe un rebond de son activité au S2 alors que le S1 devrait souffrir d'un effet de base défavorable et s'inscrire en retrait. La société devrait notamment pâtir de la conjoncture dans le secteur bancaire caractérisé par un net ralentissement des investissements dans l'IT. Ce ralentissement devrait toutefois être mitigé par la dynamique robuste observée dans l'Industrie et les Services/Transports. A la suite de cette publication, nous ajustons notre scénario pour 2024 et visons désormais un CA de 317,0 M€ (vs 320,0 M€) et de ROC à 26,0 M€ (vs 28,3 M€).

## Recommandation

Après la mise à jour de notre modèle de valorisation et des paramètres de marché, notre objectif de cours ressort à 54,00 € (vs 57,00 €). Si le newsflow est défavorable à court terme, nous repassons à l'Achat (vs Accumuler) alors que le titre se traite 7,5x le ROC 2024 (vs 11,0x pour le secteur).

Prochaine publication : 22 mai 2024, T1 2024



**Analyste**  
Sid BACHIR  
01 44 70 20 76  
sbachir@elcorp.com

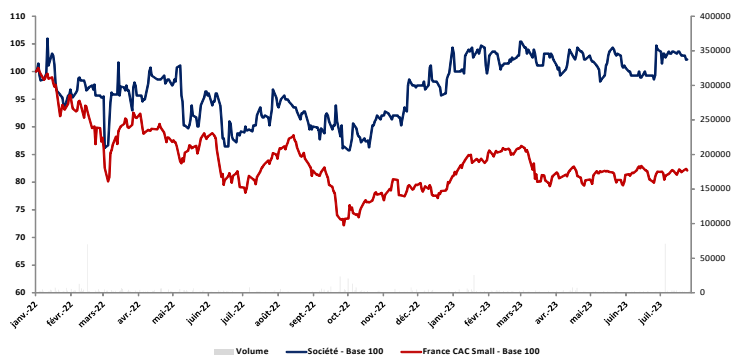


Retrouvez l'actualité boursière des small caps chaque jour dans votre boîte mail, gratuitement. [Inscription ici.](#)

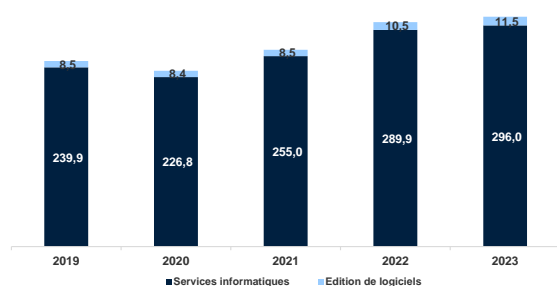
## Présentation de la société

Créée en 1979, Infotel est une entreprise de services du numérique (ESN) spécialisée dans la gestion des bases de données. Avec plus de 2 700 collaborateurs, le groupe a réalisé en 2021 un CA de 263,4 M€ dont 96% dans les prestations de conseil et de services et 4% dans l'édition de logiciels. Fort de sa maîtrise des grands volumes de données, le groupe intervient auprès des grands comptes en tant que conseil et met en place des solutions innovantes de gestion des systèmes d'information en vue de les adapter aux évolutions technologiques. Son cœur de métier est le développement applicatif, maîtrisant l'ensemble de la chaîne de valeur : de l'analyse du besoin à la maintenance en passant par la conception, le développement et le test. Les clients d'Infotel sont majoritairement des grands comptes dans l'industrie (24,5% du CA), les services (17,1%), la banque / finance (41%), l'assurance/retraite (14,2%) et l'administration (3,1%).

## Evolution du cours (base 100)



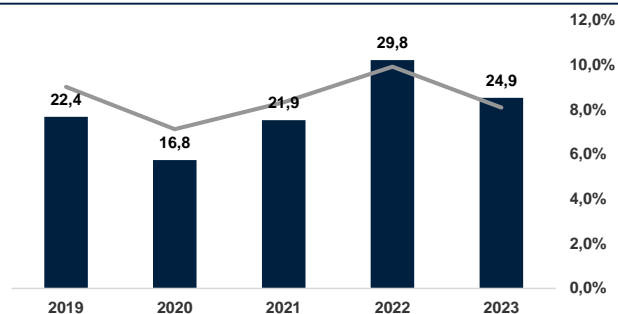
## Evolution du chiffre d'affaires (en M€)



## Argumentaire d'investissement

- **Un business modèle solide.** Depuis son introduction en bourse en 1998, Infotel a toujours été rentable grâce : 1/ à un mix d'activités services/logiciels en croissance régulière, 2/ à une grande sélectivité dans ses opérations de croissance externe et 3/ à une bonne maîtrise de ses projets au forfait. Organisé en centre de services, Infotel peut mutualiser ses ressources et ainsi réduire les coûts tout en restant proche des clients.
- **Un plan stratégique 2026 ambitieux qui apporte de la visibilité.** Présenté lors des résultats 2021, son BP 2026 hors acquisition fait ressortir un TCAM du CA de 8% entre 2021 et 2026 avec une marge opérationnelle courante supérieure à 10,0%. Ce plan stratégique ambitieux repose à la fois sur une solide dynamique de l'activité Services où le management souhaite surperformer le marché mais également de l'activité Logiciels, dont la contribution au CA devrait doubler.
- **Une valorisation du titre inférieure au marché.** Compte tenu d'un marché dynamique, d'une stratégie bien orientée et de la solidité du business model d'Infotel, nous pensons que le titre bénéficie encore d'un potentiel de hausse de +25% avec un objectif de cours à 54,00 €. Le titre se traite aujourd'hui sur des ratios 2024 de 0,6x le CA, 6,8x l'EBIT et 17,8x le PER. A 6,8x l'EBIT 2024, le titre présente une décote moyenne de -40% par rapport à ses comparables (ESN généralistes).

## Evolution du ROC et de la 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	681,6			1,5	1,4	1,3	17,8	16,6	15,1	16,0	17,0	15,0
Aubay SA	651,2			1,1	1,1	1,0	9,6	9,3	8,9	17,7	17,0	16,1
Wavestone SA	908,8			1,6	1,5	1,4	10,3	9,6	8,8	17,7	16,0	14,3
Infotel SA	396,9			1,0	0,9	0,9	8,0	7,3	6,8	20,3	18,1	16,5
Neurones SA	1 007,9			1,1	1,1	1,0	8,4	7,8	7,3	22,1	20,1	18,6
Atos SE	1 688,1			0,3	0,3	0,3	2,9	2,7	2,4	ns	7,5	5,3
Capgemini SE	31 201,4			1,6	1,5	1,4	9,9	9,4	8,7	16,5	16,0	14,5
Sopra Steria Group SA	4 058,2			0,9	0,8	0,8	7,6	6,6	6,0	16,4	13,6	11,9
<b>Mean</b>				<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>9,3</b>	<b>8,7</b>	<b>8,0</b>	<b>18,1</b>	<b>15,7</b>	<b>14,0</b>
<b>Median</b>				<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>9,0</b>	<b>8,5</b>	<b>8,0</b>	<b>17,7</b>	<b>16,5</b>	<b>14,8</b>

Compte de résultat (M€)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Chiffre d'affaires	231,7	248,4	235,2	263,4	300,4	307,5	317,0	340,0
Excédent brut d'exploitation	26,0	28,7	24,6	30,3	39,1	35,1	36,2	41,5
Résultat opérationnel courant	22,7	22,4	16,8	21,9	29,8	24,9	26,0	31,3
Résultat opérationnel	23,0	22,4	17,8	21,9	29,8	24,9	26,0	31,3
Résultat financier	0,1	-0,1	-0,5	-0,4	-0,6	0,7	0,7	0,7
Impôts	7,9	9,0	7,7	7,2	7,9	7,1	7,2	8,6
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,2	0,3	0,2	0,7	0,9	0,4	0,5	0,5
Résultat net part du groupe	15,1	13,0	9,4	13,7	20,3	18,1	19,0	22,9
Bilan (M€)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Actifs non courants	23,4	42,6	58,2	55,8	76,8	75,3	79,7	84,1
dont goodwill	11,0	11,4	11,4	11,9	12,9	13,5	13,5	13,5
BFR	-9,1	-9,4	-30,4	-27,6	-25,0	-23,8	-26,2	-26,8
Disponibilités + VMP	72,8	74,6	99,1	107,8	97,8	96,9	94,5	95,6
Capitaux propres	87,4	92,7	98,7	104,5	115,5	117,9	124,1	134,1
Emprunts et dettes financières	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,3	0,3	0,3
Total Bilan	176,5	202,3	227,6	250,5	260,0	255,9	259,8	271,6
Tableau de flux (M€)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Marge Brute d'autofinancement	25,9	30,7	29,7	32,1	38,8	38,0	32,3	36,2
Variation de BFR	-4,3	2,1	-19,3	3,1	4,6	2,9	-2,3	-0,6
Flux net de trésorerie généré par l'activité	22,6	20,8	39,2	27,1	26,4	26,1	34,6	36,8
Investissements opérationnels nets	-4,8	-4,2	-4,4	-3,5	-19,7	-4,4	-4,4	-4,4
Investissements financiers nets	-0,1	-1,4	0,0	-0,4	0,0	-4,1	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-6,5	-6,0	-4,4	-3,6	-19,7	-8,5	-4,4	-4,4
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,1	0,0	0,0
Variation emprunts	0,1	-0,2	0,0	0,0	0,3	0,1	0,0	0,0
Dividendes versés	-7,7	-10,6	-7,2	-11,1	-11,3	-14,1	-13,3	-13,3
Flux nets de trésorerie nets liés au financem	-7,6	-13,0	-10,2	-15,0	-16,5	-18,7	-18,6	-18,6
Variation de trésorerie	8,5	1,8	24,6	8,5	-10,0	-0,9	11,6	13,8
Ratios (%)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Variation chiffre d'affaires	10,7%	7,2%	-5,3%	12,0%	14,0%	2,4%	3,1%	7,3%
Marge EBE	11%	12%	10%	11%	13%	11%	11%	12%
Marge opérationnelle courante	10%	9%	7%	8%	10%	8%	8%	9%
Marge opérationnelle	10%	9%	8%	8%	10%	8%	8%	9%
Marge nette	7%	5%	4%	5%	7%	6%	6%	7%
Capex/CA	-2%	-2%	-2%	-1%	-7%	-1%	-1%	-1%
BFR/CA	-4%	-4%	-13%	-10%	-8%	-8%	-8%	-8%
ROCE	84%	42%	36%	39%	32%	32%	32%	35%
ROCE hors GW	212%	61%	55%	92%	52%	42%	42%	46%
ROE	17%	14%	10%	13%	18%	15%	15%	17%
Payout	71%	54%	74%	78%	52%	74%	70%	58%
Dividend yield	4%	2%	2%	4%	4%	4%	4%	4%
Ratios d'endettement	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Gearing (%)	-83%	-80%	-100%	-103%	-84%	-82%	-76%	-71%
Dettes nette/EBE	-2,8	-2,6	-4,0	-3,6	-2,5	-2,8	-2,6	-2,3
EBE/charges financières	-306,2	292,8	47,2	85,5	63,1	-50,9	-52,6	-60,3
Valorisation	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nombre d'actions (en millions)	6,7	6,7	6,7	6,7	6,7	6,7	6,7	6,7
Nombre d'actions moyen (en millions)	6,7	6,7	6,7	6,7	6,7	6,7	6,7	6,7
Cours (moyenne annuelle en euros)	44,9	44,9	44,9	44,9	44,9	44,9	44,9	44,9
(1) Capitalisation boursière moyenne	298,9	298,9	298,9	298,9	298,9	298,9	298,9	298,9
(2) Dette nette (+)/trésorerie nette (-)	-72,8	-74,6	-99,1	-107,8	-97,5	-96,6	-94,1	-95,3
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(4) Valeur des actifs financiers	0,8	1,3	1,3	1,2	16,4	16,4	16,4	16,4
Autres ajustements	1,0	2,0	3,0	4,0	5,0	6,0	7,0	8,0
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	225,3	223,0	198,4	189,9	185,0	185,9	188,3	187,2
PER	19,8	23,1	31,8	21,8	14,7	16,5	15,7	13,1
VE/ EBE	8,7	7,8	8,1	6,3	4,7	5,3	5,2	4,5
VE/ROC	9,9	10,0	11,8	8,7	6,2	7,5	7,2	6,0
VE/CA	1,0	0,9	0,8	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6
P/B	3,4	3,2	3,0	2,9	2,6	2,5	2,4	2,2
Données par action (€)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Bnpa	2,27	1,95	1,41	2,06	3,05	2,71	2,86	3,44
Book value/action	13,1	13,9	14,8	15,7	17,3	17,7	18,6	20,1
Dividende /action	1,60	1,05	1,05	1,60	1,60	2,00	2,00	2,00

## 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**: (-)

**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 Infotel (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