

# VusionGroup

Achat

Capitalisation (M€)	2 675,9	Ticker	VU.PA / VU.FP	Electronique
Objectif de cours	215,0 €	Nb de titres (en millions)	16,1	Flash valeur
Cours au 26/02/2025	166,5 €	Volume moyen 12m (titres)	25 730	27/02/2025
Potentiel	29,1%	Extrêmes 12m (€)	122,10€/185,10€	

## Très impressionnant

### A retenir

- VusionGroup annonce des résultats supérieurs aux attentes
- L'EBITDA ajusté progresse de +51% pour un taux de conversion en FCF de 54% hors acomptes/préfinancements
- Guidance très solide, qui va mener à des upgrades

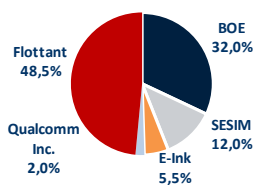
#### Données financières (en M€)

au 31/12	2023	2024e	2025e	2026e
CA	802,0	954,7	1 339,5	1 735,3
var %	29,2%	19,0%	40,3%	29,5%
EBITDA ajusté	106,0	160,5	248,5	371,5
% CA ajusté	13,2%	15,9%	18,6%	21,4%
EBIT	51,5	23,4	55,6	135,7
% CA	6,4%	2,5%	4,2%	7,8%
RN ajusté	34,6	53,4	106,0	189,2
% CA ajusté	4,3%	5,3%	7,9%	10,9%
RN	79,6	-28,9	27,9	88,0
% CA	9,9%	-3,0%	2,1%	5,1%
Bnpa (€)	1,91	2,95	5,87	10,47
ROCE (%)	12,8%	329,3%	52,8%	30,0%
ROE (%)	28,4%	-8,3%	6,3%	17,2%
Gearing (%)	-9,8%	-113,4%	-94,0%	-43,3%
Dettes nette (ex IFRS 16)	-27,3	-392,2	-415,5	-219,1
Dividende n (€)	0,3	0,6	1,5	2,6
Yield (%)	0,3%	0,4%	0,9%	1,6%

#### Multiples de valorisation

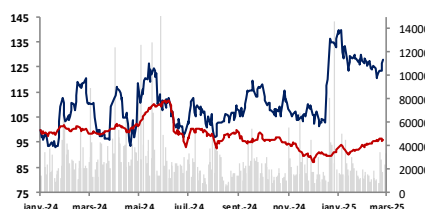
	2023	2024e	2025e	2026e
VE/CA (x)	2,4	2,4	1,7	1,4
VE/EBE (x)	21,5	28,1	15,4	9,9
VE/ROC (x)	36,7	97,0	40,5	18,0
P/E (x)	24,2	ns	96,0	30,4

#### Actionnariat



#### Performances boursières

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
	-7,1%	-1,6%	15,1%	6,9%



#### Publication des résultats annuels 2024

VusionGroup publie un chiffre d'affaires 2024 ajusté (non IFRS) de 1 011 M€ (+25%) pour un EBITDA ajusté de 160 M€ (+270 bps vs +100-200 bps guidance) et un RN ajusté de 53,4 M€ (+54% YoY). Ces chiffres sont supérieurs aux attentes (+2,1% CA, +13% EBITDA vs consensus). La génération de FCF est également substantielle (391 M€), y compris retraité des acomptes et ajusté (86 M€, soit un taux de conversion >50%). La guidance annoncée pour 2025 est également très solide (CA +40%, marge EBITDA +100-200bps, FCF positif).

#### Une forte croissance des ventes, tirée notamment par les déploiements aux USA au S2

Après un premier semestre timide à l'échelle du groupe (CA ajusté 431,1 M€ soit +13,1%), la croissance sur le S2 a nettement accéléré (CA ajusté 579,5 M€ en hausse de +36,4%), à l'instar d'un T4 historique pour le groupe (356,6 M€, +47,1%). Le chiffre d'affaires annuel ressort ainsi à 1 011 M€, en hausse de +25%. Cette performance a été favorisée par l'accélération des déploiements dans la zone hors Europe, notamment aux Etats Unis, avec le contrat Walmart. Cette zone est, pour la première fois dans l'histoire du groupe, dominante (51%) dans le mix des ventes.

#### Des VAS qui finissent mieux l'année

Après avoir généré 44 M€ de CA au S1 (-17%) dans un contexte économique défavorable, les VAS se sont bien repris sur la deuxième partie d'année pour finalement afficher un niveau de ventes presque flat (105,7 M€ soit -3%). Ils représentent désormais 10,5% du CA consolidé, contre 13,6% en 2023. Pour apporter un peu de nuance sur cette tendance, nous notons que 1/ la part récurrente des VAS est désormais dominante dans le segment et a progressé de +35% sur l'année (57,4 M€) contre une baisse de -28% pour la part non récurrente, et 2/ la base ESL installée a doublé sur l'année, passant de 82 millions à 152 millions et constitue ainsi un socle très important pour le déploiement dans un futur proches des solutions software du groupe.



**+380 bps sur la MCV**

Comme anticipé par VusionGroup, la poursuite de l'amélioration de la rentabilité a été principalement tirée par la progression de la MCV, qui gagne +380 bps en ajusté sur l'année pour ressortir à 29,3% grâce à deux principaux effets : une amélioration du mix (solutions plus innovantes, accroissement de la récurrence au sein des VAS) et les gains d'échelle, très forts à ces niveaux de croissance. La tendance avait été similaire sur 2023. Malgré des OPEX moins écrasés que prévu du fait d'importants recrutements outre Atlantique (13,4% du CA ajusté soit +110 bps), l'EBITDA ajusté du groupe progresse ainsi sensiblement (+51%) et s'établit à 160,5 M€ pour une marge (+270 bps) qui suit la même tendance.

Le bas du P&L est principalement impacté par 1/ des D&A en forte augmentation sous le poids de l'investissement du groupe, 2/ un one-off de 23,9 M€, constitué essentiellement du plan d'AGA 2022-2024 à destination des salariés et du paiement d'un earn out sur The Memory et 3/ une charge financière ajustée de -15,7 M€. Le RN ajusté 2024 est ainsi de 53,4 M€, contre un RN IFRS de -28,9 M€ après comptabilisation des multiples impacts non cash de la revalorisation de la fair value des warrants attribués à Walmart qui déforment un peu la lisibilité de la « vraie » performance économique du groupe.

**Forte génération de FCF, même avec les acomptes neutralisés**

Sous l'effet d'une forte progression de la rentabilité, d'une variation de BFR largement positive (+397,1 M€) avec l'impact des acomptes et de CAPEX certes en hausse (158 M€ vs 87,5 M€ en 2023) mais principalement financés (117,3 M€) par les clients des lignes de production, VusionGroup a généré un FCF 2024 de 391,1 M€, lui permettant d'accroître largement sa position de trésorerie nette avant IFRS 16 (392,8 M€ vs 27,2 M€). Retraitée de ces avances et des préfinancements des lignes de production, le FCF 2024 de Vusion s'établit à 86 M€, soit un taux de conversion de l'EBITDA supérieur à 50%. La politique de retour en cash aux actionnaires, initiée l'année dernière, se poursuit également, avec un dividende annoncé de 0,60€ (x2 vs 2023).

**Perspectives et estimations**

Avec un carnet de commandes qui n'en finit pas de progresser (près de +100% de prise de commandes au T4, un niveau record) pour s'établir à 1,6Md€ (+71% YoY), VusionGroup est bien armé pour réaliser un nouvel exercice d'excellente facture. Le groupe annonce ainsi viser une progression de son chiffre d'affaires ajusté de +40% sur 2025 (vs +30% environ pour le consensus), ce qui implique une relative accélération du taux de croissance de la société par rapport à son historique récent. Le S2 devrait de nouveau être plus contributeur que le S1, et les VAS, notamment récurrents, devraient cette fois-ci bien performer (guidance de +80% de croissance soit un CA d'environ 190 M€ attendu – c13,5% du mix visé).

En matière de rentabilité, VusionGroup vise une progression de sa marge d'EBITDA de 100-200bps, principalement tirée de nouveau par la progression du taux de MCV, ainsi qu'une génération de FCF positive. De notre côté, nous modélisons un CA 2025e ajusté de 1 417 M€ (+40,3%) pour un EBITDA ajusté de 248,5 M€ (+160 bps) et un RN ajusté de 106 M€. La génération de cash est plus difficilement prédictible du fait des acomptes et de l'évolution potentielle du BFR. Nous prévoyons pour le moment un FCF 2025e de 32,4 M€, que nous ajusterons lorsque nous aurons plus de détails.

**Recommandation**

Nous réitérons notre recommandation à Achat et confirmons notre objectif de cours de 215€. Nous continuons de penser que la qualité du business model de VusionGroup et de son exécution n'a que très peu d'équivalents sur la cote smid française.



## Présentation de la société

Fort d'un chiffre d'affaires de plus de 800 M€ en 2023, VusionGroup (ex SES-Imagotag) est le leader mondial des solutions digitales pour le commerce physique. La société, qui compte plus de 350 clients grands comptes, conçoit et déploie pour les acteurs du retail des étiquettes électroniques et des solutions IoT (via sa plateforme VUSION) destinées à les aider dans leur transformation digitale.

Avec un plan stratégique qui vise à horizon 2027, entre autres, l'atteinte d'un CA de 2,2 Mds€ et d'une marge d'EBITDA de 22%, le groupe semble armé pour poursuivre sa conquête du marché mondial, fort d'un management hors du commun et d'une qualité d'exécution sans commune mesure. Le récent contrat signé avec Walmart, qui offre un potentiel de 3 Mds€ de revenus pour Vusion dans les 5 à 7 ans à venir, sécurise par ailleurs grandement le développement à moyen et long terme de la société.

## Argumentaire d'investissement

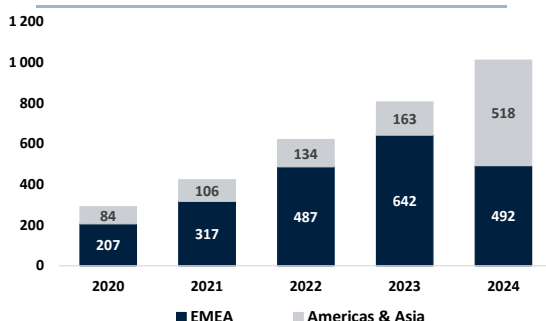
**Une véritable machine commerciale.** La société compte parmi ses clients plus de 350 enseignes dans le monde et équipe plus de 30 000 magasins. Le groupe a mis en place une vraie machine commerciale, qui a permis en 2023 de réaliser plus de 800 M€ de chiffre d'affaires, contre 150 M€ en 2017 (TCAM c30%).

**Un écosystème de partenaires.** Dès 2017, la société s'est adossée à BOE Technology, leader mondial des écrans LCD et Oled, lui permettant de disposer de l'expertise du groupe chinois mais aussi de disposer d'une usine ultra moderne qui fabrique plus de 150 millions d'étiquettes électroniques à des niveaux de compétitivité sans précédent. VusionGroup s'est aussi associée avec E-Ink, leader de la technologie de l'encre électronique, ou encore Qualcomm, qui a pris une participation au capital du groupe.

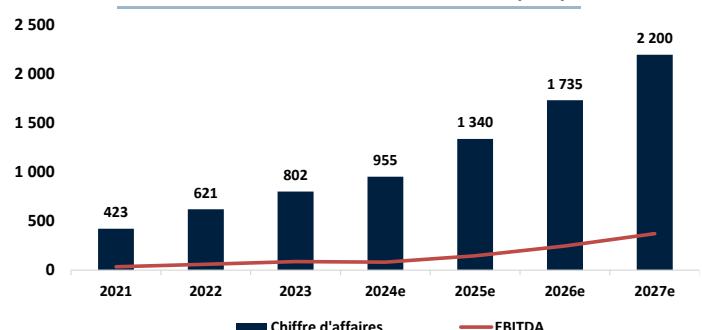
**Une plateforme à la pointe.** Avec sa marque VUSION, VusionGroup dispose d'une plateforme essentielle à la digitalisation des commerces (automatisation, pilotage de la donnée, omni-canalité, optimisation de la préparation de commandes, etc.).

**Un plan ambitieux et créateur de valeur.** A horizon 2027, le groupe ambitionne de 1/ réaliser un chiffre d'affaires de 2,2 Mds€, dont 40% en Amérique du Nord, et installer plus d'un milliard d'étiquettes connectées, 2/ continuer son approche customer centric avec l'atteinte d'un NPS de 70, 3/ poursuivre la pénétration du Cloud et des services à valeur ajoutée (VAS) pour atteindre 30% du mix produit, 4/ atteindre une marge d'EBITDA de 22%.

Mix géographique, 2017-2023 (M€)



CA & EBITDA, est. Euroland, 21-27e (M€)



Compte de résultat (M€)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Chiffre d'affaires (IFRS)	290,3	422,9	620,9	802,0	954,7	1 339,5	1 735,3
EBITDA	18,0	37,3	58,6	102,3	104,8	170,4	270,3
EBITDA ajusté (pre IFRS 15)	18,0	37,3	58,6	106,0	160,5	248,5	371,5
EBIT	-5,0	5,2	31,7	51,5	23,4	55,6	135,7
Résultat financier	-3,8	-1,1	-6,1	43,0	-50,1	-18,4	-18,4
Impôts	1,2	-2,0	-7,1	-14,9	-2,2	-9,3	-29,3
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	-0,8	-0,7	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Résultat net</b>	<b>-7,6</b>	<b>2,1</b>	<b>18,6</b>	<b>79,6</b>	<b>-28,9</b>	<b>27,9</b>	<b>88,0</b>
Résultat net ajusté	-6,9	2,9	19,0	34,6	53,4	106,0	189,2
Bilan (M€)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Actifs non courants	166,5	177,8	216,4	376,7	477,2	594,2	724,3
dont goodwill	51,3	51,3	51,3	122,8	122,8	122,8	122,8
<b>Disponibilités + VMP</b>	<b>88,6</b>	<b>89,8</b>	<b>33,9</b>	<b>199,9</b>	<b>535,6</b>	<b>558,3</b>	<b>362,0</b>
Capitaux propres	164,9	182,4	193,3	276,9	345,7	442,1	506,5
Dettes financières hors IFRS 16	84,8	81,5	74,4	172,7	143,4	142,9	142,9
<b>Total Bilan</b>	<b>461,0</b>	<b>545,2</b>	<b>536,7</b>	<b>1 051,9</b>	<b>1 552,5</b>	<b>1 927,4</b>	<b>2 090,1</b>
Tableau de flux (M€)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Marge brute d'autofinancement	9,2	34,6	52,2	92,4	145,9	173,0	174,7
Variation de BFR	20,4	-2,8	-32,2	155,9	397,2	43,3	-130,6
<b>Flux net de trésorerie généré par l'activité</b>	<b>29,6</b>	<b>31,8</b>	<b>20,0</b>	<b>248,3</b>	<b>543,1</b>	<b>216,3</b>	<b>44,1</b>
CAPEX nets	-29,5	-29,9	-51,0	-87,5	-158,0	-183,9	-216,9
<b>FCF</b>	<b>0,1</b>	<b>1,8</b>	<b>-31,0</b>	<b>160,8</b>	<b>385,1</b>	<b>32,4</b>	<b>-172,8</b>
Investissements financiers nets	3,5	4,2	-15,7	-80,7	0,0	0,0	0,0
<b>Flux nets de trésorerie liés aux investissements</b>	<b>-26,6</b>	<b>-30,5</b>	<b>-66,7</b>	<b>-168,2</b>	<b>-158,0</b>	<b>-183,9</b>	<b>-216,9</b>
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	29,0	-3,3	-7,0	93,8	-29,8	0,0	0,0
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	-4,8	-9,6	-23,6
Autres	0,1	0,0	-0,5	-4,5	-14,8	0,0	0,0
<b>Flux nets de trésorerie liés au financement</b>	<b>12,6</b>	<b>-0,2</b>	<b>-9,1</b>	<b>85,8</b>	<b>-49,4</b>	<b>-9,6</b>	<b>-23,6</b>
Variation de trésorerie	15,5	1,2	-55,9	166,0	335,7	22,7	-196,4
Ratios (%)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Variation chiffre d'affaires</b>	<b>17,2%</b>	<b>45,7%</b>	<b>46,8%</b>	<b>29,2%</b>	<b>19,0%</b>	<b>40,3%</b>	<b>29,5%</b>
Marge EBE	6,2%	8,8%	9,4%	12,8%	11,0%	12,7%	15,6%
Marge opérationnelle courante	-1,7%	1,2%	5,1%	6,4%	2,5%	4,2%	7,8%
Marge nette	-2,6%	0,5%	3,0%	9,9%	-3,0%	2,1%	5,1%
CAPEX (% CA)	10,2%	7,1%	8,2%	10,9%	16,5%	13,7%	12,5%
ROCE	-1,9%	1,8%	9,3%	12,8%	329,3%	52,8%	30,0%
ROCE hors GW	-2,7%	2,4%	11,6%	21,6%	ns	ns	ns
ROE	-4,2%	1,6%	9,7%	28,4%	-8,3%	6,3%	17,2%
Payout	0,0%	0,0%	0,0%	6,1%	20,3%	25,0%	25,0%
Dividend yield	0,0%	0,0%	0,0%	0,3%	0,4%	0,9%	1,6%
Ratios d'endettement	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Gearing (%)</b>	<b>-2%</b>	<b>-5%</b>	<b>21%</b>	<b>-10%</b>	<b>-113%</b>	<b>-94%</b>	<b>-43%</b>
Dettes nettes/EBE	-0,2	-0,2	0,7	-0,3	-2,4	-1,7	-0,6
EBE/charges financières	5,3	39,5	10,2	2,0	1,6	7,9	13,4
Valorisation	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Nombre d'actions (en millions)	15,8	16,1	16,1	16,1	16,1	16,1	16,1
Nombre d'actions moyen (en millions)	15,8	15,9	16,1	16,1	16,1	16,1	16,1
Cours (moyenne annuelle en euros)	26,0	50,0	92,6	119,9	166,5	166,5	166,5
(1) Capitalisation boursière moyenne	409,9	795,9	1 487,6	1 927,3	2 675,9	2 675,9	2 675,9
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	-3,8	-8,3	40,5	-27,3	-392,2	-415,5	-219,1
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	-2,5	-3,5	-3,5	-3,5	-3,5
(4) Valeur des actifs financiers	1,3	1,4	20,2	20,4	20,4	20,4	20,4
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	404,8	786,2	1 505,4	1 876,1	2 259,8	2 236,6	2 432,9
VE/CA	1,4x	1,9x	2,4x	2,4x	2,4x	1,7x	1,4x
<b>VE/EBE</b>	<b>25,5x</b>	<b>23,6x</b>	<b>25,6x</b>	<b>21,5x</b>	<b>28,1x</b>	<b>15,4x</b>	<b>9,9x</b>
VE/ROC	ns	ns	47,6x	36,7x	97,0x	40,5x	18,0x
P/E	ns	ns	78,5x	24,2x	ns	96,0x	30,4x
P/B	2,5x	4,4x	7,7x	7,0x	7,7x	6,1x	5,3x
P/CF	13,7x	24,8x	75,1x	7,6x	4,2x	10,3x	55,2x
<b>FCF yield (%)</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,2%</b>	<b>ns</b>	<b>8,6%</b>	<b>17,0%</b>	<b>1,4%</b>	<b>ns</b>
Données par action (€)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
<b>Bnpa</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,2</b>	<b>1,2</b>	<b>1,9</b>	<b>3,0</b>	<b>5,9</b>	<b>10,5</b>
Book value/action	10,5	11,3	12,0	17,2	21,5	27,5	31,5
Dividende /action	0,0	0,0	0,0	0,3	0,6	1,5	2,6



## 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 :

- Achat : Depuis 22/09/2020
- 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 VusionGroup (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

