

BOA Concept  
Industrie

## Achat

**Objectif de cours** 36,00 € (vs 34,00€)  
Cours au 23/04/2024 26,00 €  
**Potentiel** 38%

## Données valeur

ALBOA.PA / ALBOA.FP  
Euronext Growth  
Capitalisation (M€) 25,3  
Nb de titres (en millions) 0,97  
Volume moyen 12 mois (titres) 816  
Extrêmes 12 mois 22,50 € 33,10 €

## Performances boursières

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	11,6%	8,3%	10,2%	-17,2%
Perf CAC Small	0,9%	1,4%	0,6%	-3,1%

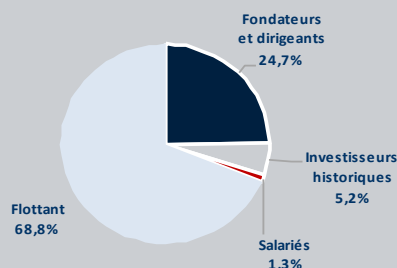
## Données financières (en M€)

au 31/12	2022	2023	2024e	2025e
CA	20,1	16,0	23,1	32,3
var %	35,2%	-20,0%	43,9%	40,0%
EBE	4,3	2,0	2,7	5,2
% CA	21,6%	12,6%	11,6%	16,0%
ROC	3,8	1,6	1,8	3,9
% CA	19,1%	10,0%	7,6%	12,0%
RN	2,9	1,6	1,2	2,7
% CA	14,3%	9,7%	5,0%	8,5%
Bnpa (€)	2,95	1,61	1,19	2,82
ROCE (%)	56%	15%	11%	19%
ROE (%)	20%	10%	7%	14%
Gearing (%)	-66%	-53%	-31%	-26%
Dette nette	-9,6	-8,8	-5,5	-5,3
Dividende n (€)	-	-	-	-
Yield (%)	-	-	-	-

## Ratios

	2022	2023	2024e	2025e
VE/CA (x)	1,2	1,1	0,9	0,7
VE/EBE (x)	5,4	8,7	7,8	4,1
VE/ROC (x)	6,1	11,0	11,9	5,4
PE (x)	11,4	16,8	22,8	9,6

## Actionnariat



## Des résultats au-dessus de nos attentes

## Publication des résultats annuels 2023

Après avoir communiqué sur une activité en retrait au titre de l'exercice 2023, dans un contexte économique tendu, BOA Concept publie des résultats annuels résilients, au-dessus de nos attentes. Le résultat d'exploitation s'élève à 1,5 M€ (vs 3,8 M€), soit une marge de 9,4% (vs 19,1% en 2022). Nous anticipons un ROC de 0,8 M€ (4,8%). Si la société ne communique pas de guidance pour 2024, le management estime que le niveau d'activité devrait être proche de celui observé en 2023.

## Commentaires

En 2023, BOA Concept a fait face à un marché en net ralentissement. Pour rappel, le Groupe a communiqué un CA en baisse de 20,4% à 16,0 M€ impacté par un environnement inflationniste et sous l'effet d'une actualité géopolitique tendue.

## Amélioration de la marge brute

En 2023, la marge brute profite d'une baisse du coût des principales matières premières et des efforts en matière d'achats et ressort à 10,5 M€ soit une marge de 65,8% (+220 bps). Dans le détail, si les produits de négoce, moins bien margés que les produits en propres (env. 10% de marge brute) ont représenté une part du mix plus importante, l'agilité et le recours moins important à la sous-traitance a permis à BOA d'améliorer significativement sa marge brute sur production. Hors négoce, la marge brute affiche une nette progression à 72% (+10 pts).

## Des efforts de structurations nécessaires

En parallèle, le Groupe a mené, au cours des derniers semestres, des efforts de structuration. Sur le volet des charges de personnel, ces efforts se matérialisent notamment par le recrutement de +10 collaborateurs en 2023. Ces charges progressent de +37,9% à 6,1 M€ (vs 4,4 M€ en 2022). Au global, cette légère hausse des charges opérationnelles couplée au recul de l'activité, entraîne une baisse de 9 points de la marge opérationnelle courante, qui passe de 19% à 10%. Après comptabilisation d'un résultat financier positif (0,2 M€) et d'une charge d'impôts de 0,1 M€, le RN s'élève à 1,6 M€ contre 2,9 M€.

## Un bilan solide

Au 31 décembre 2023, les capitaux propres du groupe s'établissent à 16,1 M€ (vs 14,5 M€). La trésorerie nette ressort à 8,8 M€ à fin juin 2023 sous-tendant 1/ une trésorerie de 11,4 M€ et 2/ des dettes financières à hauteur de 2,6 M€.

## Perspectives

Alors que la tendance de fond sur le marché de la distribution devrait encore être négative au cours des prochains mois le management se veut prudent pour 2024. Si le Groupe dispose d'un pipe commercial bien orienté, l'attentisme des PME devrait rester important au cours des mois à venir. BOA Concept dispose toutefois d'éléments qui devraient lui permettre de tirer son épingle du jeu. En effet, l'élargissement de l'offre avec les premières commandes du Plug-and-store 2.0 ainsi que les nouvelles solutions IT autour du logiciel BOA Drive devraient être les principaux relais de croissance pour la société. Le Groupe devrait également capitaliser sur la récente acquisition de Easy Systems. Avec cette opération majeure de croissance externe, BOA Concept double quasiment son activité et accélère son déploiement à l'international. A la suite de cette publication, nous ajustons nos prévisions et intégrons Easy Systems à partir du S2 2024. Nous visons désormais un CA 2024e de 23,1 M€ (vs 16,7 M€) et un EBE de 2,7 M€ (vs 1,4 M€).

## Recommandation

Après la mise à jour de notre modèle, notre objectif de cours ressort à 36,00 € (vs 34,00€) et notre recommandation reste à l'Achat.



**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.](#)

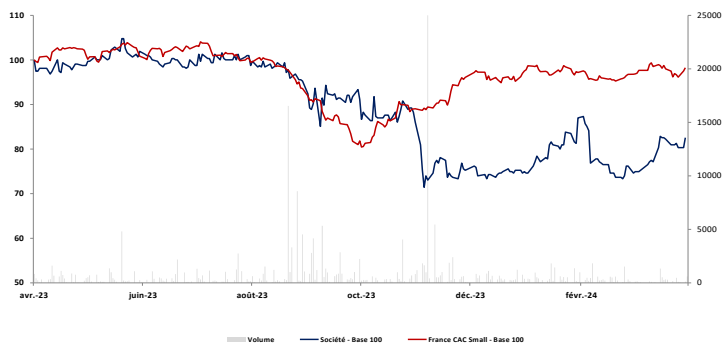
## Présentation de la société

Fondée en 2012 par ses actuels dirigeants, Chantal Ledoux et Jean-Lucien Rasclé, BOA Concept est un équipementier industriel qui conçoit, fabrique et commercialise des solutions innovantes dédiées à l'intralogistique.

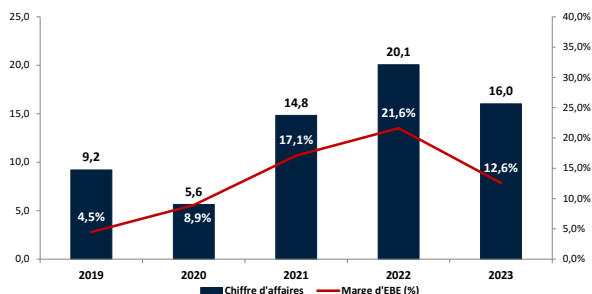
Partant du constat que les solutions proposées par les acteurs historiques du secteur étaient non communicantes et peu évolutives, le Groupe a développé une gamme de solutions modulables, adaptables et modifiables au gré de l'évolution des entreprises.

Alliant l'intelligence logicielle à la mécanique, BOA Concept développe ainsi des outils de convoyage et de stockage intelligents. Avec plus de 150 sites installés en France, en Europe de l'Ouest et au Maroc, BOA Concept s'adresse aussi bien à des clients grands comptes qu'à de petites entreprises dans différents segments (e-commerce, distribution et logistique). Fort de 130 clients en 2023, un nombre en constante augmentation (15 nouveaux clients en moyenne par an), BOA a largement prouvé sa capacité à proposer des offres en phase avec les besoins de son marché.

## Evolution du cours (base 100)



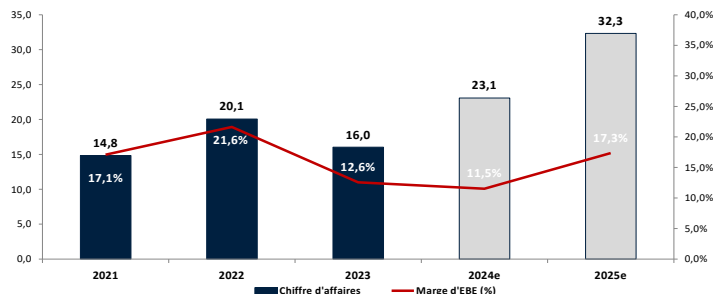
## Evolution du CA (en M€) et marges historiques



## Argumentaire d'investissement

- **Des solutions innovantes.** L'offre développée par le Groupe allie 1/ flexibilité, chaque convoyeur étant conçu comme un élément autonome et interfaçable, 2/ réactivité, le Groupe peut mettre en place, à partir d'éléments standardisés, une nouvelle ligne de production en moins de 2 semaines, et 3/ facilité de maintenance, chaque module étant autonome, en cas de panne seul l'élément défaillant s'arrête sans perturber le reste des installations, évitant ainsi la panne globale.
- **Une capacité d'upsell avérée.** Pour chaque client signé, une véritable montée en puissance est possible afin d'équiper l'ensemble des sites industriels de celui-ci ou de lui proposer des solutions complémentaires. Ainsi, dans les deux ans suivant l'installation, les clients du Groupe renouvellent en général leurs commandes. Ces renouvellements peuvent concerner des améliorations, modifications, extensions et l'équipement de nouvelles cibles. Environ 30% du chiffre d'affaires annuel est réalisé sur la base installée.
- **Une réelle capacité d'innovation.** S'appuyant sur une équipe de 16 ingénieurs et techniciens supérieurs, la société investit en moyenne 10% de son chiffre d'affaires annuel autour de trois axes avec 1/ l'amélioration continue de ses produits, 2/ le développement de nouveaux logiciels et 3/ la conception de nouveaux produits. Multi-récompensée ces dernières années, cette capacité d'innovation devrait permettre au Groupe de maintenir son avance technologique avec la commercialisation de nouveaux produits et l'intégration de plus d'intelligence logicielle au cœur de ses gammes.
- **Une structure rentable.** Piloté par un management expérimenté et plusieurs fois entrepreneurs dans les univers de l'informatique et de la logistique, BOA Concept est un Groupe alliant croissance et rentabilité. Afin de conforter sa position, plusieurs axes de développement devraient être explorés par BOA Concept les prochaines années autour de 1/ du développement produits, 2/ d'une accélération à l'international et 3/ d'une stratégie M&A opportuniste. Nous estimons que le Groupe pourrait dépasser les 30 M€ de revenus d'ici 2026e tout en maintenant une marge d'EBITDA autour de 18%.

## Evolution du CA (en M€) et marges



Compte de résultat (M€)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e
Chiffre d'affaires	9,2	5,6	14,8	20,1	16,0	23,1	32,3
Excédent brut d'exploitation	0,4	0,5	2,5	4,3	2,0	2,7	5,2
<b>Résultat opérationnel courant</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,1</b>	<b>1,9</b>	<b>3,8</b>	<b>1,6</b>	<b>1,8</b>	<b>3,9</b>
Résultat opérationnel	0,0	-0,1	1,9	3,8	1,6	1,8	3,9
Résultat financier	0,0	0,0	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Impôts	0,2	0,1	0,1	-0,7	0,1	-0,4	-0,9
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Résultat net part du groupe</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>2,0</b>	<b>2,9</b>	<b>1,6</b>	<b>1,2</b>	<b>2,7</b>
Bilan (M€)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e
Actifs non courants	1,5	1,5	1,3	2,3	3,1	8,9	10,2
<i>dont goodwill</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BFR	0,8	1,6	1,6	2,8	4,9	3,6	5,2
<b>Disponibilités + VMP</b>	<b>0,2</b>	<b>1,2</b>	<b>6,2</b>	<b>12,4</b>	<b>11,4</b>	<b>11,2</b>	<b>11,0</b>
Capitaux propres	0,7	0,7	5,9	14,5	16,7	17,9	20,6
Emprunts et dettes financières	1,6	3,5	2,9	2,9	2,6	5,6	5,6
<b>Total Bilan</b>	<b>5,5</b>	<b>5,9</b>	<b>14,0</b>	<b>24,2</b>	<b>22,2</b>	<b>30,6</b>	<b>36,0</b>
Tableau de flux (M€)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e
Marge Brute d'autofinancement	0,4	0,5	2,5	4,0	2,1	2,1	4,0
Variation de BFR	0,5	-0,8	0,0	-0,9	-1,3	1,4	-1,6
<b>Flux net de trésorerie généré par l'activité</b>	<b>1,1</b>	<b>-0,2</b>	<b>2,6</b>	<b>2,4</b>	<b>0,9</b>	<b>3,5</b>	<b>2,4</b>
Investissements opérationnels nets	-0,6	-0,6	-0,4	-1,5	-1,9	-6,7	-2,6
Investissements financiers nets	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Flux nets de trésorerie liés aux investissements</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,4</b>	<b>-1,5</b>	<b>-1,9</b>	<b>-6,7</b>	<b>-2,6</b>
Augmentation de capital	0,0	0,0	3,0	5,7	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	-0,4	1,9	-0,4	-0,4	-0,1	3,0	0,0
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Flux nets de trésorerie liés au financement</b>	<b>-0,4</b>	<b>1,9</b>	<b>2,8</b>	<b>5,4</b>	<b>-0,1</b>	<b>3,0</b>	<b>0,0</b>
Variation de trésorerie	0,1	1,0	5,0	6,2	-1,1	-0,2	-0,2
Ratios (%)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e
<b>Variation chiffre d'affaires</b>	<b>43,6%</b>	<b>-38,6%</b>	<b>162,7%</b>	<b>35,2%</b>	<b>-20,0%</b>	<b>43,9%</b>	<b>40,0%</b>
Marge EBE	4%	9%	17%	22%	13%	12%	16%
<b>Marge opérationnelle courante</b>	<b>0%</b>	<b>-2%</b>	<b>13%</b>	<b>19%</b>	<b>10%</b>	<b>8%</b>	<b>12%</b>
Marge opérationnelle	0%	-2%	13%	19%	10%	8%	12%
Marge nette	1%	-1%	13%	14%	10%	5%	8%
Investissements opérationnels nets/CA	7%	10%	2%	7%	12%	29%	8%
BFR/CA	9%	28%	10%	14%	31%	15%	16%
ROCE	-1%	-3%	51%	56%	15%	11%	19%
ROCE hors GW	-1%	-3%	51%	56%	15%	11%	19%
ROE	12%	-6%	34%	20%	10%	7%	14%
Payout	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Dividend yield	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Ratios d'endettement	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e
<b>Gearing (%)</b>	<b>207%</b>	<b>341%</b>	<b>-55%</b>	<b>-66%</b>	<b>-53%</b>	<b>-31%</b>	<b>-26%</b>
Dettes nettes/EBE	3,6	4,5	-1,3	-2,2	-4,3	-2,1	-1,0
EBE/charges financières	8,8	12,2	60,1	19,7	9,2	12,2	23,4
Valorisation	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e
Nombre d'actions (en millions)	ns	ns	0,8	1,0	1,0	1,0	1,0
Nombre d'actions moyen (en millions)	ns	ns	0,8	0,9	1,0	1,0	1,0
Cours (moyenne annuelle en euros)	ns	ns	18,8	33,5	27,1	27,1	27,1
(1) Capitalisation boursière moyenne	ns	ns	14,5	29,1	26,3	26,3	26,3
(2) Dette nette (+)/trésorerie nette (-)	ns	ns	-3,3	-9,6	-8,8	-5,5	-5,3
(3) Valeur des minoritaires	ns	ns	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(4) Valeur des actifs financiers	ns	ns	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	ns	ns	11,2	19,6	17,5	20,7	20,9
<b>PER</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>7,4</b>	<b>11,4</b>	<b>16,8</b>	<b>22,8</b>	<b>9,6</b>
VE / EBE	ns	ns	4,5	5,4	8,7	7,8	4,1
<b>VE / ROC</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>5,8</b>	<b>6,1</b>	<b>11,0</b>	<b>11,9</b>	<b>5,4</b>
VE / CA	ns	ns	0,8	1,2	1,1	0,9	0,7
P/B	ns	ns	2,4	2,3	1,6	1,5	1,3
Données par action (€)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
<b>Bnpa</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>2,54</b>	<b>2,95</b>	<b>1,61</b>	<b>1,19</b>	<b>2,82</b>
Book value/action	ns	ns	7,7	15,0	17,3	18,4	21,3
Dividende /action	ns	ns	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

**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 01/03/2023

**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	Oui	Non	Oui

**« Disclaimer / Avertissement »**

La présente étude a été préparée par EuroLand Corporate indépendamment de BOA Concept (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