SRP Groupe

E-commerce

Solidité opérationnelle malgré le contexte de marché

Achat

Objectif de cours	**2,00 €**
Cours au 28/07/2022	1,20 €
Potentiel	***67%***

Données valeur

ALSRP.PA / ALSRP FP		
Euronext Paris		
Capitalisation (M€)		142,7
Nb de titres (en millions)		118,90
Volume moyen 12 mois (titres)		345 564
Extrêmes 12 mois	1,13 €	3,60 €

Performances boursières

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	-44,6%	-3,1%	-22,0%	-64,8%
Perf CAC Small	-15,0%	2,9%	-4,3%	-11,3%

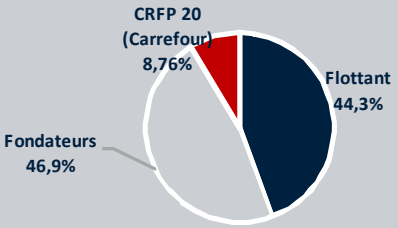
Données financières (en M€)

au 31/12	2021	2022e	2023e	2024e
CA	723,8	660,3	695,1	731,7
var %	*3,8%*	*-8,8%*	*5,3%*	*5,3%*
EBE	48,2	20,0	29,9	39,8
% CA	*6,7%*	*3,0%*	*4,3%*	*5,4%*
ROC	32,2	3,9	13,8	23,6
% CA	*4,4%*	*0,6%*	*2,0%*	*3,2%*
RN	27,3	2,0	9,3	16,6
% CA	*3,8%*	*0,3%*	*1,3%*	*2,3%*
Bnpa (€)	0,26	0,02	0,08	0,14
ROCE (%)	44%	6%	22%	43%
ROE (%)	13%	1%	4%	7%
Gearing (%)	-16%	-12%	-19%	-27%
Dette nette	-32,3	-25,0	-40,3	-62,7
Dividende n (€)	0,00			
Yield (%)	-			

Ratios

	2021	2022e	2023e	2024e
VE/CA (x)	0,4	0,2	0,1	0,1
VE/EBE (x)	6,5	5,0	2,9	1,6
VE/ROC (x)	9,2	24,9	6,2	2,7
PE (x)	12,7	70,3	15,3	8,6

Actionnariat



Prochaine publication : chiffre d'affaires T3 2022 le 20 octobre 2022

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

Publication des résultats S1 2022

Impacté depuis plusieurs mois par un environnement de marché dégradé, SRP Groupe publie des résultats S1 2022, en baisse par rapport à l'exceptionnel exercice 2021, mais témoignant de la solidité de son business model.

Un chiffre d'affaires S1 en baisse

Dans la continuité du premier trimestre, SRP a vu son chiffre d'affaires S1 chuter de -21,3% à 305,4 M€, un niveau en deçà de celui de 2021 mais au dessus du S1 2020 (302,7 M€). Dans le détail, les ventes Internet en France ont été fortement impactées par le contexte macroéconomique actuel et ressortent en baisse de -23,7% à 245,9 M€. Si le core-business et notamment les univers de la Mode et de la Beauté ont particulièrement souffert, le segment Voyage & Billetterie ainsi que la régie SRP Media ont continué leur montée en puissance tout au long du semestre.

L'activité à l'international est aussi impactée mais dans une moindre mesure avec un chiffre d'affaires en baisse de -11,9% à 55,4 M€.

Une augmentation du panier moyen

Si le nombre de commandes a baissé de -27,4% sur le semestre à 5,4 millions, les efforts de la société afin de premiumiser et enrichir son offre continuent à porter leurs fruits avec un panier moyen en hausse de +9,1% sur le semestre à 51,8 € (vs 47,5 € au S1 2021 et 42,1 € au S1 2020).

Une part plus importante des achats fermes

Afin de faire face à la pénurie et sécuriser ses stocks pour son activité, le Groupe a privilégié les achats fermes et le dropshipping (32% des ventes) au détriment des achats conditionnels (37% des ventes).

Une bonne maîtrise opérationnelle

Dans ce contexte complexe, le Groupe a témoigné d'une bonne maîtrise opérationnelle. Si la marge brute s'inscrit en baisse de -1,5 points pour totaliser 39,1% du chiffre d'affaires, elle ressort en hausse de 2 points par rapport au S1 2020 traduisant la bonne maîtrise des coûts et l'évolution du Groupe (montée en puissance des relais de croissance à plus forte marge comme SRP Media, optimisation des conditions d'achat, développement du dropshipping).

Dans le même temps, SRP a su maîtriser ses charges opérationnelles sur le semestre avec 1/ une stabilité des dépenses de Marketing à 10,6 M€ (vs 10,9 M€), 2/ une hausse de 1,9 points du poids des frais logistiques à 24,2% du CA en lien notamment avec la hausse des achats fermes et des coûts de stockage associés, et 3/ une optimisation des frais généraux et administratifs (+1,3 points à 10,4% du CA).

Grâce à ce contrôle strict des charges et malgré la baisse d'activité, Showroomprivé parvient ainsi à préserver sa rentabilité et affiche un EBITDA de 11,2 M€ (vs 33,0 M€ au S1 2021). En outre, ce résultat démontre l'évolution profonde de la structure de la société puisqu'à niveau d'activité quasiment équivalent au S1 2020, l'EBITDA n'était que de 7,0 M€.

Enfin, le résultat net ressort à 1,6 M€ sur le semestre, contre 20,6 M€ au S1 2021 et -6,6 M€ à la même période en 2020.

Solidité financière

Sur le semestre, la variation nette de trésorerie est ressortie à -26,5 M€ contre -22,0 M€ au S1 2021. Celle-ci est la résultante 1/ d'un flux de trésorerie liés aux activités opérationnelles de -13,5 M€ (augmentation du BFR liée à la sécurisation de stocks fermes), 2/ d'un flux de trésorerie liés aux activités d'investissement de -11,0 M€, principalement lié à l'acquisition et The Bradery,

Le Zapping des smalls — Retrouvez l'actualité boursière des small caps chaque jour dans votre boîte mail, gratuitement. Inscription ici.

Et 3/ d'un flux de trésorerie liés aux activités de financement de -2,1 M€.

Au global, SRP Groupe affichait ainsi une trésorerie brute de 73,0 M€ (vs 99,6 M€ au 31 décembre 2021) soit une trésorerie nette 3,9 M€ (20,3 M€ en retraitant l'impact de l'IFRS16 et les dettes financières liées à l'acquisition de The Bradery).

Perspectives

Malgré le contexte de marché compliqué depuis le début de l'année, cette publication témoigne des efforts consentis par le Groupe ces dernières années afin de faire évoluer son modèle et lui permettre d'allier préservation de la rentabilité et solidité financière.

Si la société attendait un rebond de son activité pour la seconde partie d'exercice, elle précise maintenant qu'il sera probablement plus long à se matérialiser compte tenu de l'évolution de la conjoncture économique. Elle précise néanmoins se concentrer sur la montée en puissance des segments porteurs comme le voyage et la billetterie et de ses activités à plus fortes marges (SRP Media) ainsi que sur l'optimisation de ses dépenses opérationnelles. Enfin, le Groupe devrait poursuivre les prochains mois l'intégration de The Bradery et accélérer la mise en place des synergies entre les deux sociétés (commerciales avec un accompagnement global des marques et opérationnelles avec une optimisation de la chaîne logistique). Suite à cette publication, nous maintenons nos attentes pour l'exercice en cours.

Recommandation

Après mise à jour de notre modélisation, notre objectif de cours ressort inchangé à 2,00 € et notre recommandation reste à Achat.

Prochaine publication : chiffre d'affaires T3 2022 le 20 octobre 2022

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

Le Zapping des smalls Retrouvez l'actualité boursière des small caps chaque jour dans votre boîte mail, gratuitement. **Inscription ici**.

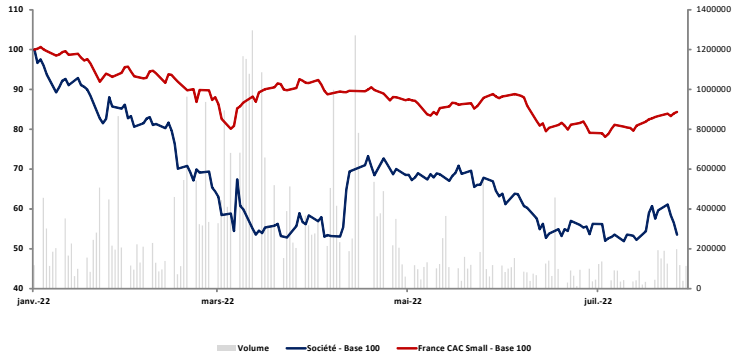
Présentation de la société

Créé en 2006, SRP est passé de l'un des pionniers de la vente événementielle en ligne à l'un des acteurs majeurs du e-commerce en France et en Europe.

Le début d'année 2022 a été le témoin d'un événement majeur : l'acquisition d'une participation majoritaire dans The Bradery, acteur en très forte croissance de la vente événementielle premium, principalement à destination des millennials. Véritable pépite, cette opération stratégique ouvre de nombreuses synergies commerciales, tant vis-à-vis des marques (premium) que des consommateurs (plus jeunes), et techniques, au travers de la mutualisation de la plateforme logistique notamment.

En outre, cette acquisition permet d'intégrer une nouvelle marque forte à l'écosystème SRP qui s'appuie dorénavant sur 3 piliers avec showroomprivé.com/Saldi Privati pour l'approche généraliste, Beauté Privée pour la beauté et The Bradery pour la mode premium et jeune.

Evolution du cours (base 100)



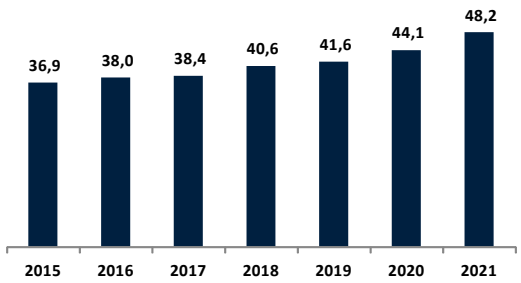
Argumentaire d'investissement

- **Un modèle vertueux.** Véritable force de SRP, le Groupe développe un modèle vertueux reposant sur une dynamique complémentaire : la croissance du nombre de membres entraîne une augmentation des volumes, contribuant ainsi à attirer davantage de marques partenaires. Au fur et à mesure que le catalogue de marques s'élargit et que l'offre se diversifie, de nouveaux membres sont attirés et sont plus facilement convertis en acheteurs.

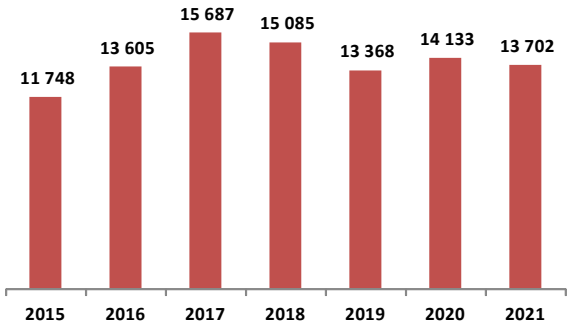
- **Une recovery largement réussie.** Dans le cadre de son plan Performance 2018-2020 et après deux ans passés à se recentrer sur ses deux piliers, les marques et les membres, le Groupe affiche une recovery très largement réussie marquée par une nouvelle dynamique de croissance rentable. Ayant transformé en profondeur l'organisation opérationnelle de la société, SRP voit son EBITDA publié passer de -31,4 M€ en 2019 à un EBITDA de +42,0 M€ en 2020. Dans le même temps, SRP voit son ROC passer de -46,8 M€ en 2019 à +25,4 M€ en 2020. Un écart de près de 73 M€.

- **Une montée en puissance du Dropshipping.** Modèle de vente et de livraison développé depuis 2017, le Dropshipping affiche une véritable montée en puissance. Représentant 8% des ventes en 2018 et 17% en 2019, l'année 2020 a été marquée par une nouvelle forte croissance de ce modèle. Outre l'intérêt d'offrir une livraison plus rapide (départ des entrepôts des marques partenaires, celui-ci permet à SRP d'économiser tant sur le stockage que sur la logistique tout en ayant un accès complet au stock de la marque partenaire apportant une flexibilité supplémentaire dans la gestion des volumes associés aux ventes sur la plateforme. En outre la force de ce modèle est de n'avoir aucun risque sur les stocks tout en permettant de proposer une offre complète aux membres de SRP.

Evolution du panier moyen (en €)



Evolution du nombre de commandes (en millions)



Sociétés de l'éco-système cotées en bourse

MULTIPLES DE VALORISATION

	VE / CA			VE / EBITDA			VE / EBIT			P/E		
Société	**2022**	**2023**	**2024**	**2022**	**2023**	**2024**	**2022**	**2023**	**2024**	**2022**	**2023**	**2024**
Miliboo SA	*0,5x*	*0,4x*	*0,4x*	23,4x	9,9x	9,0x	62,8x	12,7x	11,2x	127,2x	14,6x	12,5x
Groupe LDLC SA	*0,2x*	*0,2x*	*0,2x*	2,7x	2,3x	2,2x	3,3x	2,9x	2,9x	6,6x	5,6x	5,5x
ASOS plc	*0,3x*	*0,3x*	*0,2x*	6,1x	4,5x	3,7x	24,3x	13,0x	8,9x	42,5x	20,3x	12,8x
boohoo group Plc	*0,4x*	*0,4x*	*0,3x*	9,0x	6,2x	4,9x	27,0x	12,4x	9,3x	41,1x	16,8x	12,8x
Zalando SE	*0,6x*	*0,5x*	*0,4x*	12,5x	9,1x	6,9x	30,6x	18,0x	12,1x	92,4x	38,6x	24,5x

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

Le Zapping des smalls

Compte de résultat (M€)	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Chiffre d'affaires	615,6	697,5	723,8	660,3	695,1	731,7
Excédent brut d'exploitation société	-31,4	42,0	48,2	20,0	29,9	39,8
Résultat opérationnel courant	**-46,8**	**25,3**	**32,2**	**3,9**	**13,8**	**23,6**
Résultat opérationnel	-68,4	21,7	28,9	3,9	13,8	23,6
Résultat financier	-0,7	-0,9	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1
Impôts	-1,3	-6,9	-0,5	-0,7	-3,3	-5,8
Mise en équivalence	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
Résultat net part du groupe	**-70,5**	**13,9**	**27,3**	**2,0**	**9,3**	**16,6**
Bilan (M€)	**2019**	**2020**	**2021e**	**2022e**	**2023e**	**2024e**
Actifs non courants	224,3	215,2	216,5	223,3	219,0	215,2
dont goodwill	*123,7*	*123,7*	*123,7*	*134,7*	*134,7*	*134,7*
BFR	-37,5	-44,2	-38,8	-36,3	-37,9	-39,9
Disponibilités + VMP	49,0	130,8	99,6	90,2	105,4	127,9
Capitaux propres	152,2	177,0	205,1	207,2	216,5	233,1
Emprunts et dettes financières	78,4	119,9	67,3	65,2	65,2	65,2
Total Bilan	**388,4**	**480,8**	**436,9**	**424,1**	**439,4**	**462,7**
Tableau de flux (M€)	**2019**	**2020**	**2021e**	**2022e**	**2023e**	**2024e**
Marge Brute d'autofinancement	-48,2	39,0	46,6	18,1	25,5	32,8
Variation de BFR	-26,4	2,7	-5,1	-2,5	1,6	2,1
Flux net de trésorerie généré par l'activité	**-26,0**	**40,3**	**36,1**	**15,7**	**27,1**	**34,9**
Investissements opérationnels nets	-13,8	-9,0	-11,7	-11,9	-11,8	-12,4
Investissements financiers nets	-22,4	0,1	-1,0	-11,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	**-36,2**	**-8,8**	**-12,8**	**-22,9**	**-11,8**	**-12,4**
Augmentation de capital	0,0	9,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	30,9	44,4	-54,6	-2,1	0,0	0,0
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	0,0	0,3	-0,3	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés au financement	**30,8**	**50,4**	**-54,7**	**-2,1**	**0,0**	**0,0**
Variation de l'endettement financier net	-31,4	81,8	-31,3	-9,3	15,2	22,4
Ratios (%)	**2019**	**2020**	**2021e**	**2022e**	**2023e**	**2024e**
Variation chiffre d'affaires	**-8,4%**	**13,3%**	**3,8%**	**-8,8%**	**5,3%**	**5,3%**
Marge EBE	-5%	6%	7%	3%	4%	5%
Marge opérationnelle courante	**-8%**	**4%**	**4%**	**1%**	**2%**	**3%**
Marge opérationnelle	-11%	3%	4%	1%	2%	3%
Marge nette	-11%	2%	4%	0%	1%	2%
Investissements opérationnels nets/CA	2%	1%	2%	2%	2%	2%
BFR/CA	-6%	-6%	-5%	-5%	-5%	-5%
ROCE	ns	10%	13%	2%	6%	10%
ROCE hors GW	ns	36%	44%	6%	22%	43%
ROE	ns	8%	13%	1%	4%	7%
Payout	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Dividend yield	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Ratios d'endettement	**2019**	**2020**	**2021e**	**2022e**	**2023e**	**2024e**
Gearing (%)	**19%**	**-6%**	**-16%**	**-12%**	**-19%**	**-27%**
Dette nette/EBE	-0,9	-0,3	-0,7	-1,3	-1,3	-1,6
EBE/charges financières	40,2	39,4	40,5	17,9	26,5	35,4
Valorisation	**2019**	**2020**	**2021e**	**2022e**	**2023e**	**2024e**
Nombre d'actions (en millions)	50,7	118,9	118,9	118,9	118,9	118,9
Nombre d'actions moyen (en millions)	42,0	84,8	118,9	118,9	118,9	118,9
Cours (moyenne annuelle en euros)	0,7	2,9	2,9	1,2	1,2	1,2
(1) Capitalisation boursière moyenne	27,7	242,5	346,0	142,7	142,7	142,7
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	29,4	-11,0	-32,3	-25,0	-40,3	-62,7
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(4) Valeur des actifs financiers	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	57,1	231,5	313,7	117,6	102,4	79,0
PER	**ns**	**24,4**	**12,7**	**70,3**	**15,3**	**8,6**
VE / EBE	ns	8,7	6,5	5,0	2,9	1,6
VE / ROC	**ns**	**9,1**	**9,2**	**24,9**	**6,2**	**2,7**
VE /CA	0,1	0,4	0,4	0,2	0,1	0,1
P/B	0,2	1,9	1,7	0,7	0,7	0,6
Données par action (€)	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**
Bnpa	**-0,96**	**0,15**	**0,26**	**0,02**	**0,08**	**0,14**
Book value/action	3,0	1,5	1,7	1,7	1,8	2,0
Dividende /action	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

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

Le Zapping des smalls

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 le 20/06/2022
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 SRP Groupe (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 évènements 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 règlementation 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 règlementaires 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