Flash Valeur
Mercredi 21 septembre 2022

StreamWIDE

Edition de logiciels

Rentabilité assurée pour 2022, cap sur 2023

Achat

Objectif de cours	**35,00 €**
Cours au 20/09/2022	17,95 €
Potentiel	***84%***

Données valeur

ALSTW.PA / ALSTW FP		
Euronext Growth		
Capitalisation (M€)		54,8
Nb de titres (en millions)		3,05
Volume moyen 12 mois (titres)		1465
Extrêmes 12 mois	17,55 €	40,50 €

Performances boursières

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	-47,1%	-7,5%	-13,3%	-54,8%
Perf CAC Small	-21,1%	-9,3%	-3,4%	-18,3%

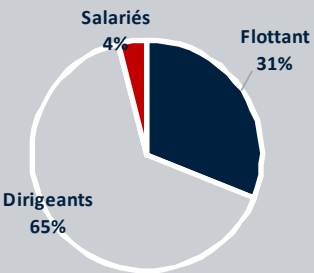
Données financières (en M€)

au 31/12	2021	2022e	2023e	2024e
CA	16,7	17,5	19,7	22,8
var %	*19,8%*	*4,5%*	*12,6%*	*15,7%*
EBE	9,4	9,0	10,7	13,2
% CA	*56,0%*	*51,7%*	*54,3%*	*58,0%*
ROC	4,9	3,8	5,1	7,4
% CA	*29,4%*	*21,6%*	*26,1%*	*32,7%*
RN	4,1	3,0	3,9	5,4
% CA	*24,5%*	*17,0%*	*19,8%*	*23,8%*
Bnpa (€)	1,34	0,97	1,28	1,77
ROCE (%)	23%	18%	23%	33%
ROE (%)	22%	14%	15%	18%
Gearing (%)	-29%	-39%	-48%	-55%
Dette nette	-5,4	-8,4	-12,1	-16,9
Dividende n (€)	0,00	0,00	0,00	0,00
Yield (%)	-			

Ratios

	2021	2022e	2023e	2024e
VE/CA (x)	5,0	2,7	2,2	1,7
VE/EBE (x)	9,0	5,1	4,0	2,9
VE/ROC (x)	17,1	12,2	8,3	5,1
PE (x)	21,8	18,5	14,1	10,1

Actionnariat



Prochaine publication : Ca 2022 le 13 février 2023



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

Publication des résultats S1 2022

Après avoir rassuré en publiant un chiffre d'affaires S1 2022 en légère croissance de +4% à 8,1 M€ (contre un risque de décroissance), StreamWIDE préserve sa rentabilité tout en poursuivant sa dynamique d'investissements. L'EBITDA ressort à 3,8 M€ soit une marge de 47% (vs 55% au S1 2021).

Poursuite des investissements

Comme évoqué depuis plusieurs mois, StreamWIDE mène actuellement une politique d'investissements soutenus tant afin de maintenir son avance technologique que pour asseoir sa croissance future.

Sur le volet des charges de personnel, celles-ci ressortent en hausse de 0,6 M€ sur le semestre à 3,5 M€ (masse salariale de 6,2 M€ avant impact de l'activité des frais de R&D de 2,7 M€). Cette progression est notamment liée à l'évolution de l'effectif du Groupe, passant de 200 à 205 collaborateurs en net, aux augmentations de salaire consenties en fin d'année dernière et aux coûts ponctuels liés aux arrivées et aux départs (0,3 M€).

Concernant les charges externes, celles-ci ressortent à 1,2 M€, en hausse de 0,3 M€ sur le semestre. Deux éléments viennent expliquer cette progression : la hausse ponctuelle des honoraires de recrutement (0,15 M€) d'un côté, et la reprise des dépenses de marketing et des déplacements post covid (0,1 M€).

Au global, les charges opérationnelles totalisent 4,3 M€ sur le semestre contre 3,5 M€ au S1 2021 (+820 K€). Retraité des coûts liés aux départs / arrivées (évolution importante de l'équipe de développement web notamment) et des honoraires de recrutement, qui devraient être moins importants au S2, l'évolution des charges opérationnelles n'aurait été que de 0,4 M€, un montant en ligne avec l'activité de la société.

Réévaluation de l'IFRS 16

Sur le semestre, les DAP s'établissent à 2,7 M€ (vs 2,1 M€ au S1 2021). Cette augmentation de 0,6 M€ provient à la fois de la hausse des DAP liées aux frais de développement (2,0 M€ contre 1,6 M€ au S1 2021) en ce contexte d'investissement, ainsi qu'à la réévaluation à la hausse des droits locatifs (IFRS 16) suite à la signature d'un nouveau bail pour les locaux parisiens du Groupe. A noter que des travaux de rénovation ont été entrepris pour un montant de 0,6 M€.

Solide structure financière

Toujours solide financièrement, le Groupe a généré sur le S1 des flux de trésorerie opérationnels de +4,2 M€, des flux d'investissement de -5,3 M€ en lien avec les importants développements et des flux de financement de +2,4 M€ (variation des emprunts et des dettes locatives). Au global, StreamWIDE voit ainsi sa trésorerie brute s'apprécier de 1,3 M€ à 9,5 M€ pour une trésorerie nette (hors IFRS 16) de 6,4 M€.

Perspectives

Concernant ses perspectives de développement, StreamWIDE s'attend à une croissance au S2 proche de celle du S1. Plusieurs catalyseurs devraient intervenir avec 1/ la mise à l'échelle et le déploiement du contrat PCSTORM, 2/ la confirmation du projet RRF en août dernier, 3/ l'évolution de plusieurs appels d'offres en France et en Europe et 4/ le développement progressif d'un réseau de partenaires à l'étranger. L'incertitude reste cependant de mise ces prochains mois, le contexte actuel provoquant un allongement des cycles de décisions et des rythmes de déploiement des projets.

Si 2022 devrait être une année de transition permettant d'optimiser la structure opérationnelle du Groupe et de se mettre en position pour capter la croissance future, le Groupe devrait néanmoins afficher des marges solides, bien qu'en baisse par rapport à 2021.

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

En conséquence, nous ajustons nos attentes pour les prochains exercices, notamment pour prendre en compte l'impact IFRS 16 sur nos DAP et intégrer une croissance plus importante en 2024. Pour 2022, nous attendons un ROC de 3,8 M€ (vs 4,8 M€ auparavant).

Si l'exercice en cours appelle à la prudence, il est important de noter le changement de ton donné par le management. D'abord prudent en début d'année, évoquant même une possible décroissance de son activité, celui-ci se montre plus confiant en cette deuxième partie d'année, évoquant un exercice 2022 bénéficiaire et une poursuite de la croissance rentable pour le futur.

Sur les niveaux de valorisation actuels (12,3x ROC 2022), il est clair que StreamWIDE se paie avec une importante décote. De plus, l'évolution progressive du mix-produits en faveur de revenus récurrents (maintenance) devrait permettre d'accentuer la visibilité dans la génération du chiffre d'affaires, un élément supplémentaire d'appréciation du dossier.

Recommandation
Après la mise à jour de notre modèle de valorisation, notre objectif de cours ressort inchangé à 35,00 € et notre recommandation reste à Achat.



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**.

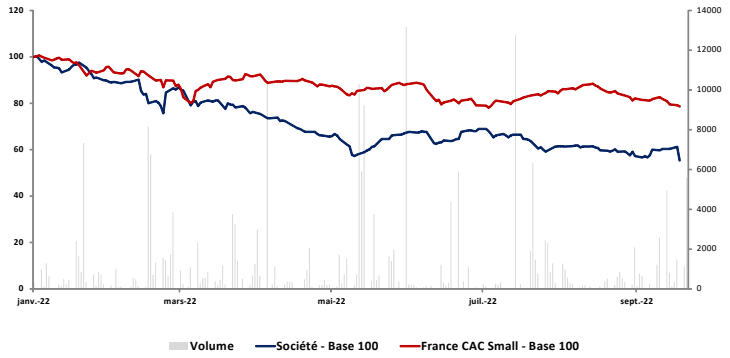
Présentation de la société

Créé en 2001, StreamWIDE est un éditeur de logiciels spécialisé dans les systèmes de communication professionnels. Fort de plus de 200 collaborateurs et d'un chiffre d'affaires de près de 17 M€ en 2021, la société s'organise autour de deux activités.

La première c'est une activité dite Legacy, StreamWIDE propose des services à valeur ajoutée aux opérateurs télécoms, comme par exemple des services de messagerie vocale visuelle ou des numéros virtuels. C'est l'activité historique du Groupe, et même si elle n'est plus stratégique, elle pèse encore pour environ 30% du chiffre d'affaires.

La seconde activité s'articule autour d'une plateforme de communication collaborative sécurisée. Elle se divise en deux produits, Team on the run, pour les entreprises qui ont des équipes en mobilité, et Team on Mission pour la gestion des communications critiques, à destination des polices, services de santé ou OIV par exemple. Cette activité totalise 11 M€ en 2021, en croissance de plus de 30%.

Evolution du cours (base 100)



Argumentaire d'investissement

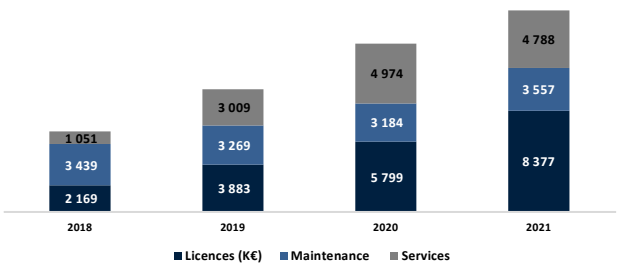
- **Une solution technologique de pointe**. En allouant environ 6 M€ par an à sa R&D, le groupe a réussi à développer une plateforme technologique de pointe, offrant de nombreux services à ses clients. C'est aussi la seule plateforme de communication critique européenne qui garantie sécurité et souveraineté des données. Elle est notamment adoptée par le GIGN, le ministère de l'intérieur ou la Croix-Rouge.

- **Un modèle commercial vertueux.** Pour commercialiser son offre, StreamWIDE présente un modèle alliant ventes directes et indirectes. La société fait appel à un réseau de partenaires distributeurs et intégrateurs de premier plan avec notamment Airbus, Thales, ou encore OBS, assurant ainsi à StreamWIDE une présence dans plus de 75 pays mais aussi une intégration dans des appels d'offres d'envergure comme par exemple les programmes RRF et Broadway.

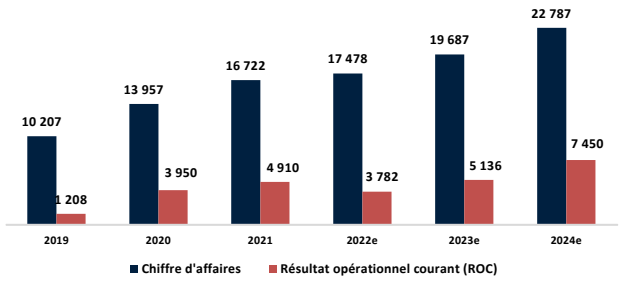
- **Un marché mondial très important.** Ayant amorcé le développement de sa plateforme dès 2013, StreamWIDE affiche un time to market remarquable lui conférant un véritable avantage concurrentiel. Les solutions de communication proposées par StreamWIDE et notamment sa plateforme collaborative sont aujourd'hui sans équivalent sur le marché (vs Motorola, Teams et Whatsapp notamment).

- **Une souveraineté des données.** Enfin, StreamWIDE propose la seule plateforme souveraine et sécurisée sur le marché, assurant une protection des données.

Evolution du split de chiffre d'affaires (en K€)



Evolution du CA et du ROC (en K€)



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**
Equasens SA	*5,0x*	*4,6x*	*4,2x*	15,4x	13,9x	12,6x	18,9x	17,0x	15,3x	25,8x	23,0x	28,6x
Linedata Servi	*1,7x*	*1,6x*	*1,6x*	5,6x	5,7x	5,6x	8,3x	8,6x	8,3x	10,2x	10,8x	10,4x
Sidetrade SA	*4,8x*	*4,0x*	*3,2x*	ns	28,7x	18,6x	ns	36,3x	22,4x	ns	42,4x	27,8x
Axway Softwa	*1,5x*	*1,4x*	*1,4x*	12,3x	10,1x	9,4x	12,3x	10,1x	9,4x	28,5x	20,8x	18,6x
Esker SA	*4,5x*	*4,0x*	*3,4x*	22,2x	20,1x	16,6x	33,2x	31,1x	25,2x	43,4x	40,2x	32,6x
Moyenne	***3,5x***	***3,1x***	***2,8x***	***13,9x***	***15,7x***	***12,6x***	***18,2x***	***20,6x***	***16,1x***	***27,0x***	***27,4x***	***23,6x***
Mediane	***4,5x***	***4,0x***	***3,2x***	***13,8x***	***13,9x***	***12,6x***	***15,6x***	***17,0x***	***15,3x***	***27,1x***	***23,0x***	***27,8x***

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

Compte de résultat (M€)	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Chiffre d'affaires	10,2	14,0	16,7	17,5	19,7	22,8
Excédent brut d'exploitation	4,6	7,6	9,4	9,0	10,7	13,2
Résultat opérationnel courant	**1,2**	**4,0**	**4,9**	**3,8**	**5,1**	**7,4**
Résultat opérationnel	1,2	4,0	4,9	3,8	5,1	7,4
Résultat financier	0,0	-0,4	0,2	-0,1	-0,1	-0,1
Impôts	-0,1	-0,4	-1,1	-0,7	-1,2	-2,0
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	**1,1**	**3,2**	**4,1**	**3,0**	**3,9**	**5,4**
Bilan (M€)	**2019**	**2020**	**2021**	**2022e**	**2023e**	**2024e**
Actifs non courants	11,1	13,0	14,8	14,8	14,7	14,9
dont goodwill	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*
BFR	-1,2	-0,2	1,1	1,1	1,4	1,7
Disponibilités + VMP	4,0	9,5	8,2	11,2	14,9	19,7
Capitaux propres	9,8	16,0	18,5	21,4	25,3	30,8
Emprunts et dettes financières	1,0	3,2	2,8	2,8	2,8	2,8
Total Bilan	**20,3**	**31,0**	**34,3**	**37,7**	**42,6**	**49,3**
Tableau de flux (M€)	**2019**	**2020**	**2021**	**2022e**	**2023e**	**2024e**
Marge Brute d'autofinancement	4,0	6,1	8,9	8,2	9,5	11,2
Variation de BFR	2,7	-0,6	-1,6	0,0	-0,3	-0,4
Flux net de trésorerie généré par l'activité	**6,7**	**5,4**	**7,3**	**8,2**	**9,2**	**10,8**
Investissements opérationnels nets	-4,1	-5,0	-6,2	-5,2	-5,5	-5,9
Investissements financiers nets	-0,1	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	**-2,8**	**-4,4**	**-6,2**	**-5,2**	**-5,5**	**-5,9**
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	-0,3	2,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendes versés	-0,7	-0,3	-2,5	0,0	0,0	0,0
Autres	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés au financement	**-2,6**	**4,4**	**-2,5**	**0,0**	**0,0**	**0,0**
Variation de trésorerie	1,3	5,5	-1,3	3,0	3,7	4,9
Ratios (%)	**2019**	**2020**	**2021**	**2022e**	**2023e**	**2024e**
Variation chiffre d'affaires	**50,9%**	**36,7%**	**19,8%**	**4,5%**	**12,6%**	**15,7%**
Marge EBE	45%	54%	56%	52%	54%	58%
Marge opérationnelle courante	**12%**	**28%**	**29%**	**22%**	**26%**	**33%**
Marge opérationnelle	12%	28%	29%	22%	26%	33%
Marge nette	11%	23%	25%	17%	20%	24%
Investissements opérationnels nets/CA	40%	36%	37%	30%	28%	26%
BFR/CA	-12%	-1%	7%	6%	7%	8%
ROCE	9%	23%	23%	18%	23%	33%
ROCE hors GW	9%	23%	23%	18%	23%	33%
ROE	12%	20%	22%	14%	15%	18%
Payout	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Dividend yield	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Ratios d'endettement	**2019**	**2020**	**2021**	**2022e**	**2023e**	**2024e**
Gearing (%)	**-31%**	**-40%**	**-29%**	**-39%**	**-48%**	**-55%**
Dette nette/EBE	-0,6	-0,8	-0,6	-0,9	-1,1	-1,3
EBE/charges financières	58,0	98,6	38,4	115,1	136,2	168,2
Valorisation	**2019**	**2020**	**2021**	**2022e**	**2023e**	**2024e**
Nombre d'actions (en millions)	2,9	2,8	3,1	3,1	3,1	3,1
Nombre d'actions moyen (en millions)	2,9	2,8	2,9	3,1	3,1	3,1
Cours (moyenne annuelle en euros)	9,3	15,5	29,3	18,0	18,0	18,0
(1) Capitalisation boursière moyenne	26,8	44,1	86,1	55,0	55,0	55,0
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	-3,0	-6,4	-5,4	-8,4	-12,1	-16,9
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(4) Valeur des actifs financiers	-0,5	-0,7	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	24,2	38,5	81,2	47,1	43,4	38,5
PER	**23,5**	**13,7**	**21,8**	**18,5**	**14,1**	**10,1**
VE / EBE	5,1	4,9	9,0	5,1	4,0	2,9
VE / ROC	**19,5**	**9,4**	**17,1**	**12,3**	**8,3**	**5,1**
VE /CA	2,3	2,7	5,0	2,7	2,2	1,7
P/B	2,7	2,7	4,8	2,6	2,2	1,8
Données par action (€)	**2019**	**2020**	**2021**	**2022e**	**2023e**	**2024e**
Bnpa	**0,39**	**1,08**	**1,34**	**0,97**	**1,28**	**1,77**
Book value/action	3,4	5,6	6,1	7,0	8,3	10,1
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 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	Oui	Non	Oui

« Disclaimer / Avertissement »

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