StreamWIDE

Edition de logiciels

Achat

Objectif de cours	**28,00 €**
Cours au 21/03/2023	15,20 €
Potentiel	***84%***

Données valeur

ALSTW.PA / ALSTW FP
Euronext Growth

Capitalisation (M€)		46,4
Nb de titres (en millions)		3,05
Volume moyen 12 mois (titres)		1238
Extrêmes 12 mois	12,75 €	26,40 €

Performances boursières

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	-10,6%	-13,7%	-13,2%	-44,1%
Perf CAC Small	0,4%	-6,9%	3,9%	-11,0%

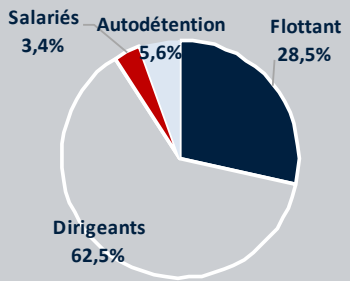
Données financières (en M€)

au 31/12	2021	2022e	2023e	2024e
CA	16,7	17,6	18,6	21,5
var %	*19,8%*	*5,3%*	*5,9%*	*15,2%*
EBE	9,4	9,7	10,4	12,6
% CA	*56,0%*	*55,2%*	*55,9%*	*58,6%*
ROC	4,9	4,4	4,8	6,8
% CA	*29,4%*	*24,9%*	*25,7%*	*31,4%*
RN	4,1	3,4	3,7	5,0
% CA	*24,5%*	*19,3%*	*19,8%*	*23,1%*
Bnpa (€)	1,34	1,11	1,21	1,63
ROCE (%)	23%	17%	19%	27%
ROE (%)	22%	16%	15%	17%
Gearing (%)	-29%	-40%	-49%	-58%
Dette nette	-5,4	-8,5	-12,2	-17,3
Dividende n (€)	0,00	0,00	0,00	0,00
Yield (%)	-			

Ratios

	2021	2022e	2023e	2024e
VE/CA (x)	6,1	2,5	1,8	1,3
VE/EBE (x)	10,8	4,5	3,3	2,3
VE/ROC (x)	20,7	9,9	7,1	4,3
PE (x)	26,1	15,3	12,6	9,3

Actionnariat



Prochaine publication : CA S1 2023 le lundi 17 juillet 2023

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

Solide publication 2022 / Un discours rassurant pour 2023

Publication des résultats annuels 2022

Après avoir rassuré en publiant un chiffre d'affaires 2022 en hausse de +5% à 17,6 M€, StreamWIDE publie de solides résultats annuels avec un EBITDA en progression de +4% à 9,7 M€ (nous attendions 9,1 M€). Fort d'une trésorerie renforcée, le Groupe semble aborder 2023 de manière bien plus sereine qu'il y a quelques mois et vise à s'inscrire dans une dynamique de croissance rentable sur le long terme.

Solide maîtrise opérationnelle

Malgré les importants efforts de R&D du Groupe en matière de développement produit, StreamWIDE a démontré sa solide gestion opérationnelle avec une hausse contenue de ses charges opérationnelles, +7% à 7,9 M€.

Dans le détail, les charges de personnel augmentent de +0,5 M€ à 6,4 M€ matérialisant une léger recul de celles-ci de -0,1 M€ au S2 (vs +0,6 M€ au S1). Comme évoqué il y a quelques mois, le Groupe a, depuis le départ de son CTO (réallocation des responsabilités techniques de ce dernier de manière moins centralisée), su rationaliser ses équipes techniques tout en améliorant leur productivité (mise en place de nouveaux process, méthode Agile, …). Les effectifs sont ainsi passés de 213 collaborateurs fin 2021 à 193 fin 2022. Enfin, les charges externes sont restées, elles aussi, maîtrisées à 2,3 M€ (+0,1 M€).

La hausse de 885 K€ de revenus du Groupe permet ainsi de couvrir l'intégralité de la progression des charges opérationnelles, +528 K€, et fait ressortir un EBITDA de 9,7 M€ (vs 9,4 M€ un an auparavant).

Les DAP ressortent quant à elles en progression de +0,9 M€ suite à 1/ une augmentation des DAP liées à l'effort de R&D et 2/ la réévaluation du nouveau bail pour les bureaux parisien du Groupe impliquant des DAP liées à l'IFRS16 en hausse de +0,2 M€. Au global, les DAP totalisent 5,3 M€ (dont 4,1 M€ de R&D) et font ressortir un ROC de 4,4 M€. La MOC totalise ainsi 25% (vs 29% l'an passé), un niveau au dessus de notre attente prudente d'une marge de 22% en 2022e et largement au dessus du niveau du S1 2022 : 14%. Au global, le RN ressort à 3,4 M€ soit 19% du chiffre d'affaires.

Une structure financière renforcée

Capitalisant sur une bonne maîtrise de son BFR, StreamWIDE a affiché des flux de trésorerie opérationnels de 9,4 M€ (+2,0 M€) permettant ainsi de couvrir en totalité les flux d'investissement de -7,1 M€ (-5,5 M€ au titre de la R&D compensé par +2,1 M€ de CIR, -2,6 M€ de réévaluation du bail parisien et -0,8 M€ de travaux de rénovation des locaux). Enfin, les flux nets de financement ressortent à 0,9 M€.

Au global, la trésorerie brute de la société ressortait ainsi fin 2022 à 11,3 M€ pour une trésorerie nette de 8,5 M€. A noter que le Groupe a, en mars 2023, 1/ émis un emprunt obligataire de 5,0 M€ (taux fixe de 5,5%, in fine à juin 2028) et 2/ souscrit à un emprunt bancaire de 2,5 M€ (3,8%, amortissable 5 ans) renforçant ainsi significativement sa trésorerie dans des conditions attractives et offrant des conditions optimales de développement au Groupe.

Ces réserves supplémentaires devraient ainsi permettre à StreamWIDE de financer ses projets de croissance et de pérenniser ses développements.

Perspectives

Ces résultats 2022 démontrent la capacité du Groupe à afficher une structure opérationnelle

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

solide, notamment au S2, et ce malgré un environnement de marché incertain. Concernant ses revenus pour l'exercice 2023, StreamWIDE annonçait déjà que les « revenus anticipés sont satisfaisant » tout en étant prudent sur leur potentielle progression par rapport à 2022, le calendrier des affaires actuellement dans le pipe n'étant pas arrêté. Pour 2023, nous maintenons notre attente de chiffre d'affaires de 18,6 M€e.

Le Groupe devrait ici profiter 1/ de nouveaux projets importants qui pourraient se concrétiser en 2023, notamment en Europe du Sud et en Angleterre, 2/ de la stabilité de son activité *Legacy* et 3/ de nouveaux partenariats aux USA pour le déploiement des plateformes en Amérique du Nord et du Sud. A noter que ces développements sur la zone Amérique sont très intéressant car ils permettraient de diversifier les sources de revenus et de ne plus déprendre, en grande partie, des appels d'offres gouvernementaux.

Sur le volet du développement technologique, les efforts de R&D autour des plateformes technologiques du Groupe devraient se poursuivre en 2023, notamment afin de répondre aux besoins exprimés par de grands groupes industriels, de l'aéronautique ou encore de l'énergie, et *in fine*, de générer de nouvelles opportunités commerciales pour StreamWIDE. Hors nouvelle accélération des efforts de R&D, les flux associés devraient se maintenir au même niveau que 2022, autour de 5,5 M€. Suite à cette publication d'une marge opérationnelle plus élevée qu'attendue, nous ajustons notre attente de ROC 2023 à 4,8 M€ (vs 4,2 M€).

Sur le long terme, le Groupe confirme sa stratégie de s'inscrire dans une dynamique de croissance régulière et rentable. La structure du business de StreamWIDE implique mécaniquement des cycles de vente longs dont les calendriers peuvent impliquer des décalages. En résulte une croissance non linéaire avec des années plus contributrices que d'autres à la progression de la *top line*.

Comme évoqué dans notre précédent flash, deux éléments sont importants à prendre en compte dans l'analyse de StreamWIDE : 1/ la capacité du Groupe à poursuivre les déploiements en cours, comme le projet PCSTORM, ceux-ci permettant de générer des revenus récurrents de maintenance et ainsi améliorer la visibilité dans la génération de chiffre d'affaires et 2/ l'augmentation du nombre d'opportunités commerciales, notamment via des partenaires intégrateurs, validant une nouvelle fois la pertinence de la technologie de la société tout en ouvrant la possibilité de nouveaux contrats significatifs.

Recommandation

Malgré des conditions de marché difficile tout au long de l'année, StreamWIDE démontre cette année sa solidité opérationnelle. Nous retenons en ce début d'exercice 2023 la discours, toujours prudent, mais bien plus rassurant du management. Suite à la mise à jour de notre modèle, notre objectif de cours ressort inchangé à 28,00 €.

Si le business model de la société implique une croissance moins lisse que certains éditeurs n'adressant qu'une clientèle d'entreprises, l'asset technologique et l'attrait de la société sur le long terme restent excellents. 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**.

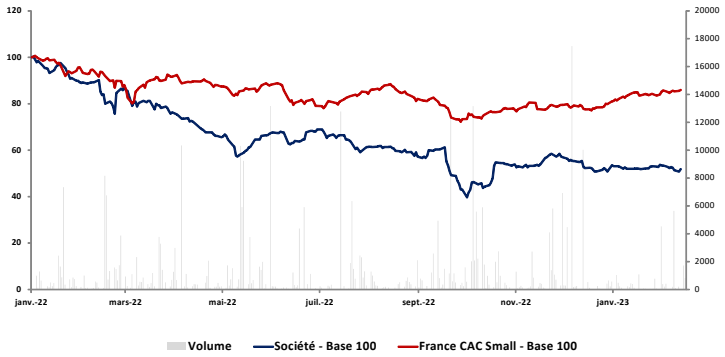
Présentation de la société

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

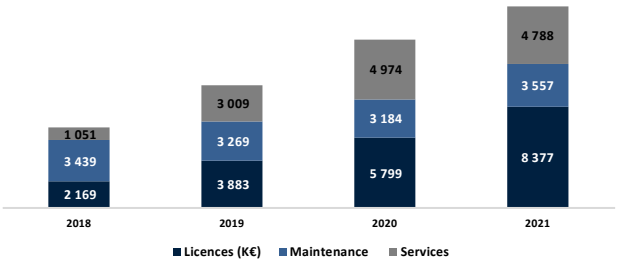
- **Une solution technologique de pointe**. En allouant environ 6 M€ par an à sa R&D, le groupe a réussi à développer une plateforme technologique de pointe, offrant de nombreux services à ses clients. C'est aussi la seule plateforme de communication critique européenne qui garantie sécurité et souveraineté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

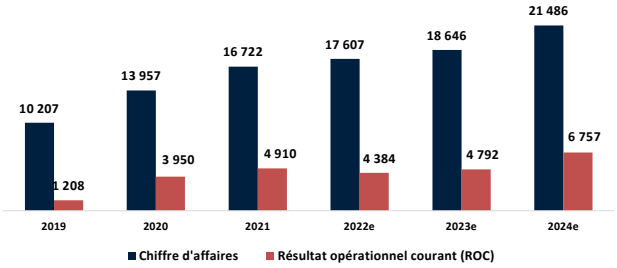
- **Un marché mondial très important.** Ayant amorcé le développement de sa plateforme dès 2013, StreamWIDE affiche un time to market remarquable lui conférant un véritable avantage concurrentiel. Les solutions de communication proposées par StreamWIDE et notamment sa plateforme collaborative sont aujourd'hui 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	**Capitalisation**	**2023**	**2024**	**2023**	**2024**	**2023**	**2024**	**2023**	**2024**
Equasens SA	1 104,7	*4,6x*	*4,2x*	14,1x	12,8x	17,4x	15,8x	22,4x	20,0x
Linedata Servi	224,7	*1,8x*	*1,7x*	6,4x	6,2x	9,7x	9,2x	10,3x	9,6x
Sidetrade SA	206,8	*4,6x*	*3,8x*	34,1x	21,4x	ns	25,6x	ns	31,7x
Axway Softwa	447,8	*1,6x*	*1,6x*	10,4x	9,3x	11,7x	10,3x	18,5x	15,7x
Esker SA	888,3	*4,8x*	*4,2x*	23,8x	20,3x	35,8x	30,0x	45,9x	38,4x
Moyenne		***3,5x***	***3,1x***	***17,8x***	***14,0x***	***18,6x***	***18,2x***	***24,3x***	***23,1x***
Mediane		***4,6x***	***3,8x***	***14,1x***	***12,8x***	***14,5x***	***15,8x***	***20,5x***	***20,0x***

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

in
Le Zapping des smalls

Compte de résultat (M€)	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Chiffre d'affaires	10,2	14,0	16,7	17,6	18,6	21,5
Excédent brut d'exploitation	4,6	7,6	9,4	9,7	10,4	12,6
Résultat opérationnel courant	**1,2**	**4,0**	**4,9**	**4,4**	**4,8**	**6,8**
Résultat opérationnel	1,2	4,0	4,9	4,4	4,8	6,8
Résultat financier	0,0	-0,4	0,2	0,0	0,0	0,0
Impôts	-0,1	-0,4	-1,1	-1,0	-1,1	-1,8
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	**1,1**	**3,2**	**4,1**	**3,4**	**3,7**	**5,0**
Bilan (M€)	**2019**	**2020**	**2021**	**2022e**	**2023e**	**2024e**
Actifs non courants	11,1	13,0	14,8	18,6	18,5	18,3
dont goodwill	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*
BFR	-1,2	-0,2	1,1	0,4	0,4	0,6
Disponibilités + VMP	4,0	9,5	8,2	11,3	22,5	27,6
Capitaux propres	9,8	16,0	18,5	21,1	24,8	29,8
Emprunts et dettes financières	1,0	3,2	2,8	2,8	10,3	10,3
Total Bilan	**20,3**	**31,0**	**34,3**	**38,9**	**50,6**	**56,7**
Tableau de flux (M€)	**2019**	**2020**	**2021**	**2022e**	**2023e**	**2024e**
Marge Brute d'autofinancement	4,0	6,1	8,9	8,7	9,3	10,8
Variation de BFR	2,7	-0,6	-1,6	0,7	0,0	-0,1
Flux net de trésorerie généré par l'activité	**6,7**	**5,4**	**7,3**	**9,5**	**9,3**	**10,7**
Investissements opérationnels nets	-4,1	-5,0	-6,2	-9,2	-5,6	-5,6
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**	**-7,1**	**-5,6**	**-5,6**
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	-0,3	2,2	0,0	2,0	7,5	0,0
Dividendes versés	-0,7	-0,3	-2,5	-1,2	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**	**0,8**	**7,5**	**0,0**
Variation de trésorerie	1,3	5,5	-1,3	3,2	11,2	5,1
Ratios (%)	**2019**	**2020**	**2021**	**2022e**	**2023e**	**2024e**
Variation chiffre d'affaires	**50,9%**	**36,7%**	**19,8%**	**5,3%**	**5,9%**	**15,2%**
Marge EBE	45%	54%	56%	55%	56%	59%
Marge opérationnelle courante	**12%**	**28%**	**29%**	**25%**	**26%**	**31%**
Marge opérationnelle	12%	28%	29%	25%	26%	31%
Marge nette	11%	23%	25%	19%	20%	23%
Investissements opérationnels nets/CA	40%	36%	37%	52%	30%	26%
BFR/CA	-12%	-1%	7%	2%	2%	3%
ROCE	9%	23%	23%	17%	19%	27%
ROCE hors GW	9%	23%	23%	17%	19%	27%
ROE	12%	20%	22%	16%	15%	17%
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%**	**-40%**	**-49%**	**-58%**
Dette nette/EBE	-0,6	-0,8	-0,6	-0,9	-1,2	-1,4
EBE/charges financières	58,0	98,6	38,4	2 430,0	2 607,0	3 148,3
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	35,0	15,2	15,2	15,2
(1) Capitalisation boursière moyenne	26,8	44,1	102,9	46,4	46,4	46,4
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	-3,0	-6,4	-5,4	-8,5	-12,2	-17,3
(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	98,0	38,4	34,7	29,6
PER	**23,5**	**13,7**	**26,1**	**15,3**	**12,6**	**9,3**
VE / EBE	5,1	4,9	10,8	4,5	3,3	2,3
VE / ROC	**19,5**	**9,4**	**20,7**	**9,9**	**7,1**	**4,3**
VE /CA	2,3	2,7	6,1	2,5	1,8	1,3
P/B	2,7	2,7	5,8	2,5	1,9	1,6
Données par action (€)	**2019**	**2020**	**2021**	**2022e**	**2023e**	**2024e**
Bnpa	**0,39**	**1,08**	**1,34**	**1,11**	**1,21**	**1,63**
Book value/action	3,4	5,6	6,1	6,9	8,1	9,8
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

in
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