



Accumuler

Capitalisation	187,9	Ticker	ALSTW-FR	Editeur de logiciels
Objectif de cours	70,3€	Nb de titres (en millions)	2,80	Flash valeur
Cours au 24/03/2026	67,00 €	Volume moyen 12m (titres)	1 138	
Potentiel	5%	Extrêmes 12m (€)	27,00€/84,60€	25/03/2026

Un palier franchi

A retenir

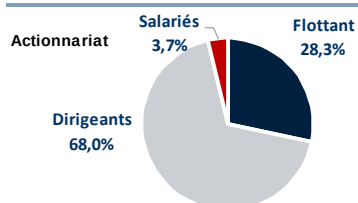
- Les revenus du groupe atteignent 26,3 M€, en croissance de +25% vs 2024
- L'EBITDA du groupe progresse de +32% YoY à 15,7 M€
- Le Rnpg 2025 s'établit à 6,3 M€, en hausse de +33% vs 2024

Données financières (en M€)

au 31/12	2024	2025e	2026e	2027e
CA	21,0	26,3	28,9	31,4
var %	7,7%	25,2%	9,9%	8,7%
EBE	11,9	15,7	17,2	18,7
% CA	56,8%	59,8%	59,5%	59,5%
ROC	5,7	7,8	8,8	9,8
% CA	27,3%	29,7%	30,3%	31,1%
RN	4,7	6,3	7,1	8,0
% CA	22,4%	23,8%	24,7%	25,5%
Bnpa (€)	1,68	2,24	2,54	2,85
ROCE (%)	16,2%	21,0%	19,5%	20,3%
ROE (%)	18,9%	19,6%	18,2%	17,0%
Gearing (%)	-27,6%	-43,5%	-38,9%	-44,2%
Dette nette	-6,9	-13,9	-15,2	-20,8
Dividende n (€)	0,0	0,0	0,0	0,0
Yield (%)	-	-	-	-

Ratios

	2024	2025e	2026e	2027e
VE/CA (x)	4,1	4,8	6,0	5,3
VE/EBE (x)	7,2	8,0	10,0	8,9
VE/ROC (x)	14,9	16,1	19,7	17,1
PE (x)	19,7	22,3	26,4	23,5



Performances boursières



Publication du chiffre d'affaires 2025

StreamWide a publié hier soir ses résultats pour le compte de l'exercice 2025 après avoir déjà dévoilé mi-février un chiffre d'affaires en forte croissance (+25% à 26,3 M€). Les marges du groupe ont également connu une progression significative avec un EBITDA de 15,7 M€ (+32% YoY) et un ROC de 7,8 M€ (+36% vs 2024). En bas de P&L, le RNpg a augmenté de +33% sur un an pour atteindre 6,3 M€.

Le levier opérationnel en action

En 2025, StreamWIDE a réalisé un EBITDA de 15,7 M€, en croissance de +32%, traduisant une expansion de la marge d'EBITDA de +300 bps à 59,8%. Dans le même temps, le ROC a progressé de +36% à 7,8 M€, soit une MOC de 29,7% (+300 bps vs 2024). Cette amélioration de la rentabilité opérationnelle est le résultat d'une croissance des opex (+16% YoY) nettement inférieure à celle des revenus (+25%), malgré des investissements soutenus. La masse salariale nette n'a augmenté que de +8% et n'a représenté plus que 30% du CA (vs 34% en 2024), en dépit de 26 recrutements nets et de 0,7 M€ de bonus exceptionnels versés suite à la signature du contrat avec AT&T.

Les charges externes ont progressé de +33% (+900 K€), principalement en raison de l'achat de capacité sur trois nouveaux datacenters en Amérique du Nord et de commissions de recrutement, en partie non récurrentes. La hausse des amortissements (+28% à 7,9 M€), liée à l'accélération des frais de développement activés (10,6 M€ en 2025 vs 7,6 M€ en 2024), a pesé sur le résultat opérationnel. Ces amortissements ont par ailleurs vocation à se maintenir à ce niveau dans les prochains trimestres. Malgré un résultat financier négatif (-0,8 M€, principalement lié à l'évolution défavorable du taux de change USD/EUR), la marge nette s'est améliorée à 23,8% (vs 22,4% en 2024) permettant au résultat net du groupe de s'établir à 6,3 M€ (vs 4,7 M€).

Un bilan toujours très sain

Au terme de l'exercice 2025, la société affiche une situation financière solide. Les fonds propres ont atteint 32,0 M€ (+7,2 M€) et la trésorerie nette (hors IFRS 16) s'est élevée à 13,9 M€ (+7,1 M€ vs 2024), tandis que la trésorerie brute a atteint 20,7 M€ (15,7 M€ de trésorerie et 5,0 M€ de



comptes à terme) contre 15,0 M€ en 2024. Les dettes de la sociétés (hors passif locatif) se situe donc désormais à 6,8 M€.

Cette progression a reposé sur une forte génération de flux de trésorerie opérationnels (19,3 M€, +77% YoY), portée par l'évolution des résultats annuels et un effet de BFR positif (+5,7 M€ contre +0,6 M€ en 2024). Ce dernier est principalement attribuable aux nombreuses facturations effectuées par le groupe 2025, ayant permis aux créances clients de diminuer de -5,2 M€ au cours de l'exercice.

Les investissements sont restés soutenus à 17,3 M€, dont 8,9 M€ nets dans le développement produits (+2,4 M€) et 3,1 M€ dans les infrastructures techniques aux États-Unis. Au sein des investissements nous retrouvons également 5,0 M€ liés aux comptes à terme évoqués précédemment.

Ces évolutions ont ramené les FCF 2025 à 2,0 M€ contre 2,4 M€ (-20% YoY) malgré la très forte augmentation des CFO.

Perspectives

StreamWIDE aborde 2026 avec un projet AT&T-FirstNet en phase de finalisation, dont le lancement commercial de la solution *Fusion* est attendu au T2 2026, après validation auprès d'une trentaine d'agences américaines. Les revenus récurrents SaaS générés à ce titre (1,4 M€ au 31 décembre 2025) sont encore modestes mais ont vocation à monter en puissance progressivement. En parallèle, les projets en Asie-Pacifique avancent favorablement et l'écosystème de distribution indirecte devrait permettre de participer à plusieurs appels d'offres significatifs en 2026 (défense, transports, énergie). Les revenus internationaux, qui représentent désormais 39% du CA (vs 31% l'an passé), témoignent d'une diversification géographique qui s'accélère.

Concernant nos prévisions, nous maintenons notre objectif de CA 2026e à 28,9 M€ impliquant une croissance de +9,9% YoY. En effet, les nombreux projets actuels du groupe et la meilleure visibilité sur le pipeline d'opportunités observé par le management devraient permettre à StreamWide d'atteindre cet objectif. Au niveau des marges, nous attendons désormais un EBITDA 2026e de 17,2 M€ (+9,2% vs 2025, contre une précédente estimation à 16,7 M€) et traduisant une marge d'EBITDA de 59,5%, très proche de celle observée en 2025 (-30bps). Le groupe devrait en effet effectuer quelques recrutements à la marge sans impacter le P&L et ainsi préserver son excellente rentabilité.

Recommandation

Suite à cette nouvelle bonne publication, nous passons notre recommandation à Accumuler. Notre objectif de cours est quant à lui maintenu à 70,3€, traduisant un upside de 5% par rapport au cours actuel. En effet, malgré la très bonne progression des fondamentaux, le titre s'échange à 10X VE/EBE FY1 (prévision EuroLand), légèrement au-dessus de la moyenne 2026 de ses comparables : 9,7x VE/EBE FY1 (consensus).



Présentation de la société

Créé en 2001, StreamWIDE est un éditeur de logiciels spécialisé dans les systèmes de communication professionnels. Fort de plus de 250 collaborateurs et d'un chiffre d'affaires de plus de 25 M€ en 2025, la société s'organise autour de deux activités.

La première est une activité dite Legacy, dans laquelle StreamWIDE propose des services à valeur ajoutée aux opérateurs télécoms (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 25% 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.

Argumentaire d'investissement

Une solution technologique de pointe. En allouant environ 10 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 garantit 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.

Multiples de valorisation des comparables

MULTIPLES DE VALORISATION

Société	Capitalisation	VE / CA			VE / EBITDA			VE / EBIT			P/E		
		2025e	2026e	2027e	2025	2026e	2027e	2025	2026e	2027e	2025	2026e	2027e
Equasens SA	514,4	1,9x	1,7x	1,6x	6,9x	5,9x	5,3x	9,4x	7,8x	6,8x	13,4x	10,9x	9,5x
74Software	928,1	1,6x	1,6x	1,5x	9,7x	8,6x	7,7x	11,9x	10,4x	9,2x	19,4x	14,0x	11,5x
Lectra SA	600,0	1,3x	1,3x	1,2x	8,1x	7,7x	6,5x	15,5x	13,7x	10,6x	23,2x	20,2x	15,0x
Planisware Societe anonyme	1 006,1	4,1x	3,7x	3,3x	11,3x	10,3x	9,2x	13,1x	12,1x	10,6x	19,8x	17,6x	15,7x
Ateme SA	102,0	1,3x	1,2x	1,1x	13,9x	9,1x	6,5x	32,8x	13,3x	8,4x	102,0x	13,4x	7,5x
Linedata Services SA	219,8	1,7x	1,6x	1,6x	7,6x	5,8x	5,5x	12,6x	8,0x	7,5x	14,9x	8,9x	8,0x
Ekinops SA	45,0	0,4x	0,4x	0,4x	4,1x	4,2x	3,1x	361,6x	-74,8x	13,3x	-6,3x	-24,5x	27,5x
Wallix Group SA	145,3	3,5x	2,9x	2,4x	109,5x	18,7x	10,8x	-178,0x	30,6x	14,0x	-161,5x	29,7x	13,8x
Claranova SE	37,2	0,7x	0,8x	0,8x	3,3x	3,2x	3,1x	3,8x	3,8x	3,7x	0,5x	3,6x	3,5x
Sidetrade SA	220,1	3,7x	3,2x	2,8x	25,8x	23,8x	19,9x	24,5x	22,5x	18,9x	26,8x	24,8x	20,6x
Moyenne		2,0x	1,8x	1,7x	20,0x	9,7x	7,8x	30,7x	4,7x	10,3x	5,2x	11,9x	13,3x
Mediane		1,7x	1,6x	1,5x	8,9x	8,1x	6,5x	12,9x	11,2x	9,9x	17,2x	13,7x	12,7x



Compte de résultat (M€)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Chiffre d'affaires	16,7	17,6	19,5	21,0	26,3	28,9	31,4
Excédent brut d'exploitation	9,4	9,7	11,4	11,9	15,7	17,2	18,7
Résultat opérationnel courant	4,9	4,4	5,6	5,7	7,8	8,8	9,8
Résultat opérationnel	4,9	4,4	5,6	5,7	7,8	8,8	9,8
Résultat financier	0,2	0,0	-0,3	0,3	-0,8	0,2	0,2
Impôts	-1,1	-1,0	-1,2	-1,3	-0,7	-1,8	-2,0
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
Résultat net part du groupe	4,1	3,4	4,2	4,7	6,3	7,1	8,0
Bilan (M€)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Actifs non courants	14,8	18,6	19,6	23,1	29,9	31,6	33,7
dont goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BFR	1,1	0,4	3,6	3,2	-2,3	1,9	2,1
Disponibilités + VMP	8,2	11,3	15,6	15,0	20,7	20,6	24,8
Capitaux propres	18,5	21,1	22,5	24,8	32,0	39,1	47,1
Emprunts et dettes financières	2,8	2,8	9,2	8,1	6,8	5,4	4,0
Total Bilan	34,3	38,9	48,4	54,3	62,5	70,3	77,9
Tableau de flux (M€)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Marge Brute d'autofinancement	8,9	8,8	10,3	11,0	13,6	15,6	16,9
Variation de BFR	-1,6	0,5	-3,6	0,6	5,7	-4,2	-0,3
Flux net de trésorerie généré par l'activité	7,3	9,3	6,6	10,9	19,3	11,4	16,6
Investissements opérationnels nets	-6,2	-9,2	-7,0	-9,7	-14,1	-10,1	-11,0
Investissements financiers nets	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-6,2	-7,1	-5,8	-8,5	-17,3	-10,1	-11,0
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	0,0	0,0	6,4	-1,2	-1,3	-1,4	-1,4
Dividendes versés	-2,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	0,0	-1,2	-2,4	-2,1	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés au financement	-2,5	0,9	3,5	-3,0	-1,3	-1,4	-1,4
Variation de trésorerie	-1,3	3,1	4,3	-0,7	0,8	-0,1	4,2
Ratios (%)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Variation chiffre d'affaires	19,8%	5,3%	10,7%	7,7%	25,2%	9,9%	8,7%
Marge EBE	56%	55%	59%	57%	60%	59%	60%
Marge opérationnelle courante	29%	25%	29%	27%	30%	30%	31%
Marge opérationnelle	29%	25%	29%	27%	30%	30%	31%
Marge nette	25%	19%	21%	22%	24%	25%	25%
Investissements opérationnels nets/CA	37%	52%	36%	46%	54%	35%	35%
BFR/CA	7%	2%	18%	15%	-9%	6%	7%
ROCE	23%	17%	18%	16%	21%	19%	20%
ROCE hors GW	23%	17%	18%	16%	21%	19%	20%
ROE	22%	16%	19%	19%	20%	18%	17%
Payout	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Dividend yield	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Ratios d'endettement	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Gearing (%)	-29%	-40%	-29%	-28%	-44%	-39%	-44%
Dettes nette/EBE	-0,6	-0,9	-0,6	-0,6	-0,9	-0,9	-1,1
EBE/charges financières	38,4	114,6	118,0	1 988,0	20,0	111,0	83,3
Valorisation	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Nombre d'actions (en millions)	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8
Nombre d'actions moyen (en millions)	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8
Cours (moyenne annuelle en euros)	35,0	67,0	67,0	67,0	67,0	67,0	67,0
(1) Capitalisation boursière moyenne	98,6	187,9	187,9	187,9	187,9	187,9	187,9
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	-5,4	-8,5	-6,4	-6,9	-13,9	-15,2	-20,8
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(4) Valeur des actifs financiers	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	92,7	178,9	181,0	180,6	173,5	172,2	166,6
PER	24,0	14,8	11,4	19,7	22,3	26,4	23,5
VE / EBE	9,9	4,3	3,6	7,2	8,0	10,0	8,9
VE / ROC	18,9	9,5	7,3	14,9	16,1	19,7	17,1
VE / CA	5,5	2,4	2,1	4,1	4,8	6,0	5,3
P/B	5,3	2,4	2,1	3,7	4,4	4,8	4,0
Données par action (€)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Bnpa	1,46	1,15	1,49	1,68	2,24	2,54	2,85
Book value/action	6,6	7,5	8,0	8,9	11,4	13,9	16,8
Dividende /action	0,00	0,00	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 5% 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 -5% 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 :

Accumuler : Depuis le 25/03/2026

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 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

