



Achat

Capitalisation (en M€) 7,0
 Objectif de cours 2,9 €
 Cours au 24/09/2025 1,70 €
 Potentiel 67%

Ticker ALWIT-FR
 Nb de titres (en millions) 4,12
 Volume moyen 12m (titres) 5 446
 Extrêmes 12m (€) 1,34 € 2,96 €
 Editeur de logiciels
 Flash valeur
 24/09/2025

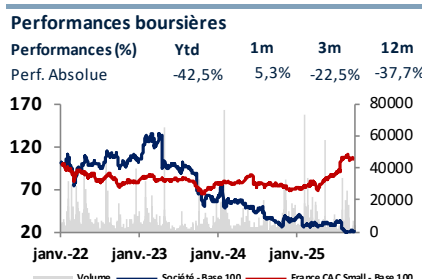
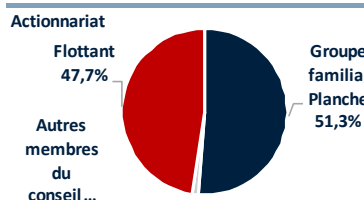
Redressement attendu au T3

A retenir

- Le chiffre d'affaires du 3ème trimestre 2025 annoncé en nette croissance (>+20%).
- L'EBITDA s'établit à -0,9M€ vs -0,2 M€ au S1 2024.
- Le résultat net ressort en baisse à -2,5M€ vs -0,7M€ au S1 2024.

Données financières (en M€)				
au 31/12	2024	2025e	2026e	2027e
CA	22,2	20,0	21,5	23,5
var %	-4,1%	-10,1%	7,3%	9,7%
EBE	1,5	0,6	3,1	5,7
% CA	6,9%	3,0%	14,7%	24,2%
ROC	-2,0	-2,9	-0,9	1,2
% CA	-8,9%	-14,6%	-4,1%	5,0%
RN	-1,1	-2,4	-0,4	1,6
% CA	-5,1%	-11,9%	-2,0%	6,8%
Bnpa (€)	-0,27	-0,58	-0,10	0,39
ROCE (%)	-8,2%	-14,0%	-4,3%	6,1%
ROE (%)	-22,2%	-59,8%	-12,2%	31,1%
Gearing (%)	58,8%	43,5%	43,5%	-12,8%
Dette nette	3,0	1,7	1,5	-0,7
Dividende n (€)	0,0	0,0	0,0	0,0
Yield (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Multiples de valorisation				
	2024	2025e	2026e	2027e
VE/CA (x)	0,8	0,4	0,4	0,3
VE/EBE (x)	11,0	14,4	2,7	1,1
VE/ROC (x)	ns	ns	ns	5,4
PE (x)	ns	ns	ns	4,0



Publication des résultats du S1 2025

Witbe a publié cette semaine ses résultats pour le compte du premier semestre 2025. Pour rappel, l'entreprise avait déjà fait état en juillet d'un recul de -26 % de son chiffre d'affaires (7,7 M€), dans un environnement économique défavorable. La société enregistre un EBITDA négatif de -0,9 M€, contre -0,2 M€ un an plus tôt. Le résultat net part du groupe s'établit pour sa part à -2,5 M€ vs -0,7 M€ un an plus tôt. Mais, surprise : le chiffres d'affaires du troisième trimestre, qui se clôture dans 5 jours, est attendu en hausse de plus de 20 %.

Commentaire sur les résultats du S1 2025

Au premier semestre 2025, Witbe a vu sa marge brute reculer de -25 %, à 6,9 M€, un mouvement cohérent avec la contraction de l'activité. Le taux de marge, en revanche, progresse à 90,1 %, contre 88,3 % un an plus tôt et 90,2 % sur l'ensemble de 2024. Cette évolution traduit un effet favorable du mix produit, lié à la baisse des ventes de matériel, traditionnellement moins rentable.

La société a poursuivi une politique stricte de réduction des coûts fixes afin de contenir la dégradation de l'EBITDA. Les charges de personnel reculent de -22 %, soit -1,8 M€, conséquence d'une réduction d'environ -20 % des effectifs en dix-huit mois. Witbe comptait ainsi 124 collaborateurs à mi-2025, contre 135 fin 2024 et 146 fin 2023. Cette contraction des équipes, conjuguée à une vigilance accrue sur les dépenses de fonctionnement et de marketing, illustre une stratégie défensive, destinée à préserver la trésorerie dans l'attente d'un redémarrage de l'activité annoncé pour le second semestre. Les charges d'exploitation globales diminuent ainsi de -17 % soit de -1,9 M€ sur un an, confirmant l'ampleur des efforts de rationalisation.

Malgré ces ajustements, le résultat opérationnel s'établit à -2,5 M€, contre -1,8 million un an plus tôt, traduisant une détérioration de la performance courante. Le résultat financier, négatif de -0,6 M€, pèse également, en raison du coût de l'endettement et de pertes de change latentes (principalement liées à la faiblesse de l'USD).



Point sur le cash et la trésorerie

Au cours de la première moitié de l'année, la société a généré un cash-flow d'exploitation positif de +1,3M€, porté notamment par une variation favorable du BFR (impact positif de +2,3 M€). Cette amélioration résulte principalement de la réduction des stocks, d'une gestion plus rigoureuse des comptes fournisseurs et de l'encaissement du Crédit d'Impôt Recherche pour un montant de +1,1 M€.

En parallèle, les flux d'investissements se sont limités à -1,3 M€, contre -1,6 million au premier semestre 2024. Consacrés à la recherche et au développement ainsi qu'à la politique d'innovation produits, ils marquent un léger ralentissement par rapport à l'année précédente.

Au final, le free cash-flow ressort à -0,2 M€ sur la période, un niveau quasiment à l'équilibre malgré un contexte encore exigeant.

À fin juin 2025, la trésorerie disponible s'élevait à 0,4 M€, tandis que l'endettement financier net était ramené à 3,5 M€, contre 3,7 M€ fin 2024 et 4,3 M€ un an plus tôt. Cette réduction progressive de la dette illustre la capacité de la société à renforcer sa structure financière. Toutefois, la génération de cash-flow opérationnel observée au premier semestre a été en grande partie portée par une variation favorable du besoin en fonds de roulement, et non par la seule performance opérationnelle. Ce point appelle donc à une certaine prudence dans l'interprétation de la récurrence de ces flux. L'érosion du niveau de trésorerie de 0,7M€ à 0,4M€ constitue également un point d'attention.

Perspectives

En marge de sa publication, le management de Witbe a annoncé une croissance embarquée supérieure à +20% de son CA au cours du T3 (clôture le 30/09/2025). Le chiffre d'affaires du troisième trimestre devrait ainsi être supérieur d'un M€ à celui enregistré au T3 2024. Cette dynamique traduit un regain d'activité et nous estimons qu'il devrait se prolonger sur le reste de l'année, dans un calendrier d'activité marqué par un quatrième trimestre souvent décisif. Elle s'appuie à la fois sur la concrétisation de projets différés et sur la montée en puissance de Witbe Agentic AI, dévoilé en septembre.

L'intégration de cette nouvelle solution au sein de l'offre de monitoring représente un levier stratégique : elle permet d'éviter le recours aux scripts et aux API, de transformer des requêtes simples en scénarios de test sur tout type de terminal en un temps réduit, et pourrait, selon les estimations, générer jusqu'à 50 % de gains de productivité pour les clients.

Dans un contexte porté par l'enthousiasme lié au rebond d'activité et aux perspectives offertes par la nouvelle solution Witbe Agentic AI, nous relevons nos prévisions de chiffre d'affaires à 20 M€ pour l'exercice 2025 (vs 18M€ auparavant). Sur cette base, l'EBE est désormais attendu à 0,6 M€ en fin d'année, confirmant l'amélioration progressive de la performance opérationnelle.

Recommandation

Suite à cette publication nous réitérons notre recommandation à l'achat sur le titre et maintenons notre objectif de cours à 2,9€.



Présentation de la société

Créé en 2000, Witbe est un éditeur de logiciels développant une plateforme unique de mesure de la Qualité d'Expérience (QoE). La société accompagne les plus grands opérateurs telecoms, les diffuseurs mondiaux et les grandes entreprises en leur permettant de superviser la qualité de leurs services délivrés (téléphonie, vidéo, web), sur tout type d'appareil (PC, smartphone, box, ...), sur n'importe quel réseau et ainsi d'améliorer la qualité d'expérience de leurs utilisateurs. Bénéficiant d'une implantation dans 12 bureaux dont deux principaux en France et aux USA, Witbe accompagne plus de 300 clients dans 50 pays.

En 2021, la société a lancé la Witbox, un robot de tests capable de vérifier la qualité vidéo et audio de toutes les chaînes d'un opérateur 24h/24 de manière automatique. Combiné au Cloud, la Witbox est plug-and-play et se connecte facilement aux devices des clients. Un véritable game-changer pour la société et pour son développement commercial.

Argumentaire d'investissement

Une plateforme reconnue sur le marché. Les développements menés par le Groupe ces dernières années ont permis de construire une plateforme en phase avec les attentes du marché. Celle-ci est plébiscitée par de nombreux opérateurs et diffuseurs de contenus de renommée mondiale et a notamment été utilisée pour 1/ la supervision en temps réel et sur tous types de devices de du Super Bowl, 2/ le lancement de Disney+ en France par Canal + sur fond de crise sanitaire et 3/ le déploiement de Peacock par NBCU aux Etats-Unis. Ces cas d'usage démontrent la reconnaissance du marché pour la solution de Witbe et constitue un formidable levier marketing pour le Groupe.

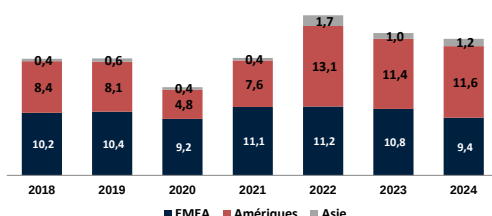
La Witbox, une histoire de forte croissance. La Witbox est le plus petit robot de tests automatisés conçu par la société. Réduisant drastiquement le temps de déploiement, la Witbox répond aux enjeux du marché américain, nécessitant des offres claires, répondant à des problématiques précises. Véritable prouesse technologique pour le Groupe, cette Witbox est aussi un atout commercial majeur pour le Groupe puisque sa commercialisation permet de générer 1/ des revenus de setup au lancement, 2/ des revenus issus de la maintenance annuelle et 3/ des revenus récurrents issus de l'abonnement aux fonctionnalités de Witbe. Enfin, elle facilite l'upsell du portefeuille client.

Une structure adaptée pour absorber la croissance. Engagée dans le plan ORION visant à rendre plus agile la société, Witbe a largement fait évoluer sa structure en 1/ automatisant ses processus internes et externes, 2/ refondant sa stratégie commerciale, 3/ optimisant ses processus de production et 4/ en lançant de nouveaux produits adaptés au marché (Witbox). Outre les économies réalisées sur la structure opérationnelle de la société, ce plan a permis à Witbe de se mettre en position pour accélérer fortement sa croissance.

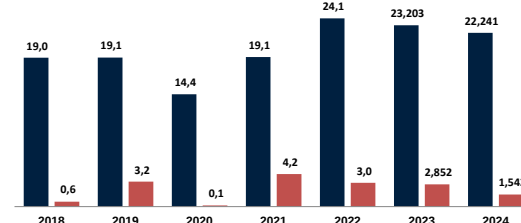
Multiples de valorisation des comparables

	VE / CA			VE / EBITDA			VE / EBIT			P/E		
Capitalisation	2025e	2026e	2027e	2025e	2026e	2027e	2025e	2026e	2027e	2025e	2026e	2027e
275,8	1,8x	1,8x	1,8x	6,9x	6,4x	6,3x	9,7x	8,8x	8,6x	12,3x	10,6x	9,9x
1 118,5	1,9x	1,8x	1,8x	10,7x	9,5x	8,6x	13,1x	11,4x	10,1x	27,0x	18,7x	15,1x
202,5	7,4x	6,6x	5,7x	12,7x	11,2x	9,6x	25,1x	22,2x	18,7x	34,3x	29,3x	25,0x
350,4	5,3x	4,8x	4,3x	32,3x	29,6x	26,2x	35,1x	31,9x	28,1x	40,3x	35,8x	31,6x
	4,1x	3,8x	3,4x	15,6x	14,2x	12,7x	20,7x	18,6x	16,4x	28,5x	23,6x	20,4x
	3,6x	3,3x	3,0x	11,7x	10,4x	9,1x	19,1x	16,8x	14,4x	30,7x	24,0x	20,1x

Répartition géographique du CA (en M€)



Evolution du CA et de l'EBE (en M€)



Compte de résultat (M€)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Chiffre d'affaires	14,4	19,1	24,1	23,2	22,2	20,0	21,5	23,5
Excédent brut d'exploitation	0,1	4,2	3,0	2,9	1,5	0,6	3,1	5,7
Résultat opérationnel courant	-1,8	1,8	0,0	-0,7	-2,0	-2,9	-0,9	1,2
Résultat opérationnel	-1,8	1,8	0,0	-0,7	-2,0	-2,9	-0,9	1,2
Résultat financier	-0,7	0,2	0,8	-0,7	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6
Impôts	-0,3	0,1	0,0	-0,2	1,4	1,1	1,0	1,0
Mise en équivalence	0,0	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	0,0
Résultat net part du groupe	-2,8	2,1	0,8	-1,5	-1,1	-2,4	-0,4	1,6
Bilan (M€)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Actifs non courants	7,6	9,0	10,2	9,9	9,1	8,2	7,0	5,5
dont goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BFR	5,4	7,1	7,2	9,4	8,9	7,4	8,0	8,9
Disponibilités + VMP	2,6	2,7	2,8	1,5	0,7	2,0	2,2	4,4
Capitaux propres	3,5	6,0	7,3	6,6	5,1	4,0	3,5	5,1
Emprunts et dettes financières	4,9	4,3	3,3	6,0	3,7	3,7	3,7	3,7
Total Bilan	20,5	26,4	22,8	22,0	20,4	20,5	20,2	22,1
Tableau de flux (M€)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Marge Brute d'autofinancement	-2,2	3,2	2,3	0,9	1,1	-0,5	1,9	4,4
Variation de BFR	2,8	-0,1	1,8	-2,8	2,1	1,4	-0,6	-0,9
Flux net de trésorerie généré par l'activité	2,2	4,6	5,3	-0,7	4,3	2,6	3,0	5,3
Investissements opérationnels nets	-2,7	-4,0	-4,1	-3,3	-2,8	-2,6	-2,8	-3,1
Investissements financiers nets	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-2,7	-4,0	-4,1	-3,3	-2,8	-2,6	-2,8	-3,1
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	3,5	-0,6	-1,1	2,4	-2,4	0,0	0,0	0,0
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés au financement	3,5	-0,7	-1,1	2,5	-2,4	0,0	0,0	0,0
Variation de l'endettement financier net	3,0	0,0	0,1	-1,5	-0,9	0,0	0,2	2,2
Ratios (%)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Variation chiffre d'affaires	-24,6%	33,0%	25,9%	-3,7%	-4,1%	-10,1%	7,3%	9,7%
Marge EBE	1%	22%	13%	12%	7%	3%	15%	24%
Marge opérationnelle courante	-13%	9%	0%	-3%	-9%	-15%	-4%	5%
Marge opérationnelle	-13%	9%	0%	-3%	-9%	-15%	-4%	5%
Marge nette	-20%	11%	3%	-7%	-5%	-12%	-2%	7%
Investissements opérationnels nets/CA	19%	21%	17%	14%	12%	13%	13%	13%
BFR/CA	38%	37%	30%	40%	40%	37%	37%	38%
ROCE	-9%	8%	0%	-3%	-8%	-14%	-4%	6%
ROCE hors GW	-9%	8%	0%	-3%	-8%	-14%	-4%	6%
ROE	-80%	35%	10%	-23%	-22%	-60%	-12%	31%
Payout	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Dividend yield	0%	0%	0%	0%	0%	0%	100%	100%
Ratios d'endettement	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Gearing (%)	65%	27%	7%	68%	59%	43%	44%	-13%
Dettes nette/EBE	16,6	0,4	0,2	1,6	1,9	2,9	0,5	-0,1
Valorisation	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Nombre d'actions (en millions)	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1
Nombre d'actions moyen (en millions)	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1
Cours (dernier)	4,8	7,5	7,5	7,5	7,5	7,5	7,5	7,5
(1) Capitalisation boursière moyenne	19,6	30,9	30,9	30,9	30,9	30,9	30,9	30,9
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	2,3	1,6	0,5	4,5	3,0	1,7	1,5	-0,7
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0	1,0
(4) Valeur des actifs financiers	0,0	0	0	0	0	0	0	0
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	21,9	32,8	31,8	35,8	34,3	33,0	33,9	31,7
PER	-6,9	14,6	39,5	-18,1	-11,9	-2,7	-14,7	4,0
VE / EBE	159,3	7,8	9,9	11,4	11,0	14,4	2,7	1,1
VE / ROC	ns	18,1	ns	ns	ns	ns	ns	5,4
VE / CA	1,5	1,7	1,3	1,4	0,8	0,4	0,4	0,3
P/B	5,6	5,1	4,1	4,2	2,6	1,6	1,8	1,2
Données par action (€)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Bnpa	-0,66	0,49	0,18	-0,37	-0,27	-0,58	-0,10	0,39
Book value/action	0,9	1,5	1,8	1,6	1,2	1,0	0,9	1,3
Dividende /action	0,00	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 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 : Du 23/04/2023

Accumuler : (-)

Neutre : (-)

Alléger : (-)

Vente : (-)

Sous revue : (-)

Méthodes d'évaluation :

Ce document peut évoquer des méthodes d'évaluation dont les définitions résumées sont les suivantes :

1/ Méthode des comparaisons boursières : les multiples de valorisation de la société évaluée sont comparés à ceux d'un échantillon de sociétés du même secteur d'activité, ou d'un profil financier similaire. La moyenne de l'échantillon établit une référence de valorisation, à laquelle l'analyste ajoute le cas échéant des décotes ou des primes résultant de sa perception des caractéristiques spécifiques de la société évaluée (statut juridique, perspectives de croissance, niveau de rentabilité...).

2/ Méthode de l'ANR : l'Actif Net Réévalué est une évaluation de la valeur de marché des actifs au bilan d'une société par la méthode qui apparaît la plus pertinente à l'analyste.

3/ Méthode de la somme des parties : la somme des parties consiste à valoriser séparément les activités d'une société sur la base de méthodes appropriées à chacune de ces activités puis à les additionner.

4/ Méthode des DCF : la méthode des cash-flows actualisés consiste à déterminer la valeur actuelle des liquidités qu'une société dégagera dans le futur. Les projections de cash flows sont établies par l'analyste en fonction de ses hypothèses et de sa modélisation. Le taux d'actualisation utilisé est le coût moyen pondéré du capital, qui représente le coût de la dette de l'entreprise et le coût théorique des capitaux propres estimés par l'analyste, pondérés par le poids de chacune de ces deux composantes dans le financement de la société.

5/ Méthode des multiples de transactions : la méthode consiste à appliquer à la société évaluée les multiples observés dans des transactions déjà réalisées sur des sociétés comparables.

6/ Méthode de l'actualisation des dividendes : la méthode consiste à établir la valeur actualisée des dividendes qui seront perçus par l'actionnaire d'une société, à partir d'une projection des dividendes réalisée par l'analyste et d'un taux d'actualisation jugé pertinent (généralement le coût théorique des fonds propres).

7/ Méthode de l'EVA : la méthode "Economic Value Added" consiste à déterminer le surcroît annuel de rentabilité dégagé par une société sur ses actifs par rapport à son coût du capital (écart également appelé "création de valeur"). Ce surcroît de rentabilité est ensuite actualisé pour les années à venir avec un taux correspondant au coût moyen pondéré du capital, et le résultat obtenu est ajouté à l'actif net comptable.

DETECTION DE CONFLITS D'INTERETS POTENTIELS

Corporate Finance	Intérêt personnel de l'analyste	Détention d'actifs de l'émetteur	Communication préalable à l'émetteur	Contrat de liquidité	Contrat Eurovalue [®]
Non	Non	Non	Oui	Non	Oui



“Disclaimer / Avertissement”

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



Raphaël Génin - Analyste - 01 44 70 20 70 - rgenin@elcorp.com

