

Paragon ID

Industrie

Croissance impressionnante au S1 / nouveau relèvement de
guidance

Publication du chiffre d'affaires S1 2022/23

Poursuivant son excellente dynamique commerciale, Paragon ID publie au titre de son S1 2022/23 un chiffre d'affaires de 89,9 M€, matérialisant une croissance impressionnante de +59%. Ce niveau d'activité représente près de 69% du chiffre d'affaires de l'exercice passé. Fort de cette excellente publication, le Groupe relève sa guidance annuelle et vise dorénavant une croissance de +30% soit un chiffre d'affaires de 170 M€.

Une accélération en séquentiel

Le deuxième trimestre s'établit ainsi à 47,7 M€, en augmentation séquentielle de +13%. Dans le détail, la croissance organique se monte à +50%.

Une contribution de l'ensemble des activités

Le pôle **Transport & Smart Cities** (36% du CA S1), largement impacté par la crise sanitaire, confirme trimestre après trimestre que celle-ci est bien terminée. Bénéficiant d'une augmentation continue des voyageurs dans les transports ainsi que du gain de nouvelles parts de marché aux USA, cette activité affiche une importante croissance sur le semestre : +68%.

Dans le même temps, l'activité **Traçabilité & Protection des marques** (34% du CA S1) ressort en progression de +51% sur le semestre bénéficiant 1/ du redressement de Security Label, qui affiche un niveau d'activité record porté par la demande en étiquettes de bagages pour le secteur aérien, 2/ du développement de l'offre de localisation en temps réel ([lire flash du 06 01](#)) et de la poursuite de la montée en puissance de l'offre d'étiquettes et de tags RFID à destination du Retail.

L'activité **Paiement** (18%) reste elle aussi bien orientée tout au long du semestre. Ce pôle a bénéficié ici 1/ de la fin d'année civile, traditionnellement favorable avec des commandes de cartes cadeaux et de cartes de fidélité et 2/ de la bonne performance des activités « historiques » de l'activité Paiement : vente de modules RFID pour le paiement sans contact et revenus de licences d'AmaTech. A noter, la montée en puissance ces derniers mois de la commercialisation de cartes de paiement métalliques sans contact intégralement fabriquées par Paragon ID. Véritable relai de croissance de cette activité, la contribution de ces ventes devrait être plus significative au S2.

L'e-ID revient sur le devant de la scène

Activité longtemps peu significative en terme de contribution et de perspectives, l'e-ID est la belle surprise de cette publication. Affichant une croissance purement organique de +173% au S1, l'e-ID est portée par la demande de passeports traditionnels mais, élément nouveau, enregistre aussi des commandes records autour de ses nouveaux produits en polycarbonate.

S'appuyant sur une technologie propriétaire du Groupe, cette nouvelle gamme de produits en polycarbonate permet de fabriquer la Data Page de passeport la plus fine au monde tout en répondant aux normes et exigences en matière de température, d'épaisseur, de durabilité et de sécurité des passeports. Actuellement dans la couverture, l'inlay est ainsi intégré directement dans la première page, renforçant ainsi la sécurité du passeport et limitant d'autant plus la falsification.

Ces nouvelles commandes de « plusieurs dizaines de millions d'euros de revenus au cœur des prochains exercices » devraient ainsi contribuer à accroître le chiffre d'affaires de cette division

Achat

Objectif de cours	40,00 €
Cours au 19/01/2023	30,40 €
Potentiel	32%

Données valeur

ALPID.PA / ALPID.FP	
Euronext Paris	
Capitalisation (M€)	60,2
Nb de titres (en millions)	198
Volume moyen 12 mois (titres)	335
Extrêmes 12 mois	21,70 € 32,20 €

Performances boursières

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	-0,4%	2,2%	4,5%	-7,0%
Perf CAC Small	6,4%	9,5%	10,7%	-13,3%

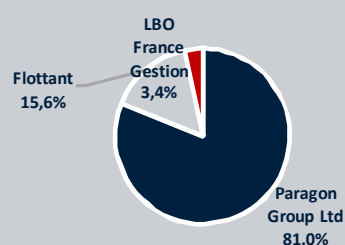
Données financières (en M€)

au 30/06	2022	2023e	2024e	2025e
CA	130,8	170,2	195,0	223,8
var %	55,9%	30,1%	14,6%	14,8%
EBE	10,3	15,2	18,4	22,5
% CA	7,9%	9,0%	9,4%	10,0%
ROC	-0,3	5,1	7,7	11,3
% CA	-0,3%	3,0%	4,0%	5,1%
RN	-2,5	2,2	4,2	6,8
% CA	-1,9%	1,3%	2,1%	3,0%
Bnpa (€)	-1,79	1,30	2,47	4,06
ROCE (%)	ns	17%	27%	39%
ROE (%)	ns	9%	14%	19%
Gearing (%)	229%	182%	138%	93%
Dettes nettes	52,3	45,4	40,3	33,4
Dividende n (€)	-			
Yield (%)				

Ratios

	2022	2023e	2024e	2025e
VE/CA (x)	0,8	0,6	0,5	0,4
VE/EBE (x)	10,1	6,4	5,0	3,8
VE/ROC (x)	ns	19,3	12,0	7,6
PE (x)	ns	23,2	12,2	7,4

Actionnariat



Prochaine publication : résultats semestriels le 29 mars 2023



Analyste

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



Retrouvez l'actualité boursière des small caps chaque jour dans votre boîte mail, gratuitement. [Inscription ici.](#)

dès le S2 2022/23. A noter que le Groupe dispose de trois sites industriels certifiés (France, USA et Roumanie) permettant de délivrer ces commandes.

Activité longtemps jugée comme non stratégique, en témoigne le chiffre d'affaires de 9,3 M€ réalisé en 2021/22, l'eID revient ainsi sur le devant de la scène avec ces très importantes commandes.

Nous accueillons favorablement cette annonce qui laisse présager de perspectives prometteuses et démontre qu'il existe un important potentiel de croissance sur l'activité eID.

Un nouveau financement de 10 M€

En parallèle de ce point d'activité, le Groupe a annoncé l'obtention d'un PGE Résilience de 10 M€. D'une durée de 1 an, ce financement bancaire bénéficie de taux d'intérêts avantageux et est amortissable sur 5 ans. Il permettra notamment de financer le fonds de roulement : constitution de stocks de puces et de composants, afin de soutenir la croissance de l'activité.

Nouveau relèvement des perspectives

Après avoir une première fois relevé ses objectifs annuels (+20% de croissance en 2022/23) et à la lumière 1/ de cette excellente publication et 2/ des prises de commandes des dernières semaines, Paragon ID annonce relever de nouveau ses perspectives sur l'exercice en cours.

Le Groupe vise dorénavant l'atteinte d'un chiffre d'affaires de 170 M€ soit une croissance de +30%, nous ajustons nos attentes sur cet objectif et attendons 170,2 M€ (vs 165,0 M€).

Cette exceptionnelle publication démontre une nouvelle fois que la crise sanitaire est une page complètement tournée dans l'histoire de Paragon ID. Les efforts menés ces dernières années pour saisir de nouveaux viviers de croissance portent dorénavant ses fruits. Alliant croissance organique importante et redressement spectaculaire des dernières acquisitions, tous les voyants semblent aujourd'hui au vert pour assurer croissance durable et rentabilité. En ce début d'année 2023, Paragon ID est clairement une société à suivre de près.

Recommandation

Suite à cette excellente publication et à la mise à jour de notre modèle, notre objectif de cours ressort inchangé à 40,00 € et notre recommandation reste à Achat.



Analyste

Louis-Marie de Sade

01 44 70 20 77

lmdesade@elcorp.com



Retrouvez l'actualité boursière des small caps chaque jour dans votre boîte mail, gratuitement. [Inscription ici.](#)

Présentation de la société

Champion des solutions d'identification et des technologies sans contact, comme le RFID, Paragon ID emploie plus de 650 collaborateurs et adresse 4 grands marchés.

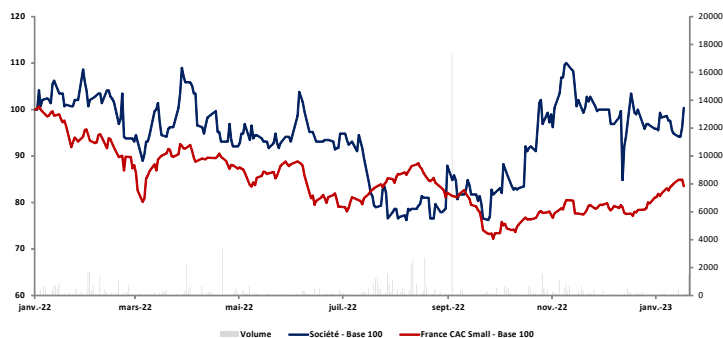
Le premier c'est celui du Transport. La société fabrique les cartes et tickets de métro, ou encore des applications de billetterie mobile que nous utilisons tous les jours dans les transports en commun. C'est une activité qui a été très fortement touchée lors de la crise sanitaire mais qui bénéficie aujourd'hui un rebond important.

Le second c'est la Traçabilité. Ici Paragon ID propose des plateformes logicielles et des étiquettes RFID afin de localiser et suivre des objets, par exemple du matériel dans les hôpitaux, ou afin d'authentifier des articles de luxe pour éviter la contrefaçon.

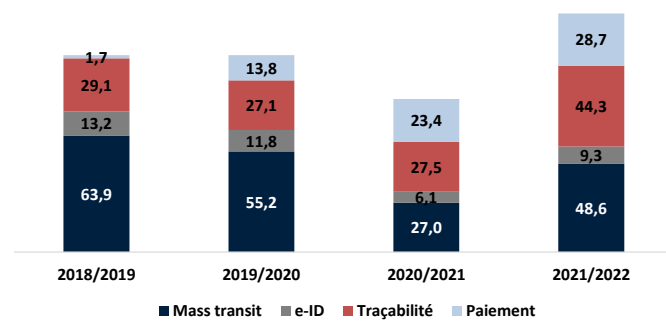
Le troisième c'est l'eID, avec la production d'éléments clés pour les passeports et les cartes d'identité

Et le dernier c'est le Paiement avec la fabrication de cartes de paiement et la commercialisation d'une technologie unique au monde.

Evolution du cours (base 100)



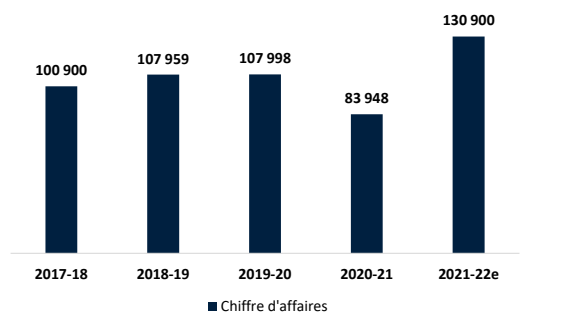
Evolution du split de chiffre d'affaires (en M€)



Argumentaire d'investissement

- **Des offres à forte valeur ajoutée.** D'un fabricant de produits de commodités, Paragon ID est devenu un fournisseur de solutions technologiques à forte valeur ajoutée, capable de répondre aux enjeux actuels de ses clients dans le monde.
- **Un diversification vers les plateformes.** Le Groupe a développé ces dernières années des plateformes logicielles innovantes autour de deux grandes thématiques : 1/ le tracking des assets en temps réel et 2/ la billetterie mobile dématérialisée. La montée en puissance de ces plateformes devraient permettre à Paragon ID de générer des revenus récurrents – améliorant la visibilité du chiffre d'affaires – tout en offrant des marges importantes.
- **Des réservoir de croissance identifiés.** Paragon ID se concentre sur plusieurs tendances fortes offrant des viviers de croissance importants avec notamment 1/ une demande importante de solutions sans-contact et dématérialisées sur mobile dans le Mass Transit, 2/ une explosion des paiements sans-contact/NFC et de la demande des cartes de paiement en métal dans le Paiement et 3/ l'essor des technologies RFID dans le domaine de la Traçabilité des objets.
- **Une stratégie de M&A éprouvée.** Le Groupe s'appuie régulièrement sur la croissance externe afin 1/ d'acquérir de nouvelles compétences technologiques, 2/ développer ses plateformes digitales et 3/ renforcer son leadership sur ses activités historiques. Fort d'une réelle capacité d'intégration, Paragon ID a notamment réalisé les acquisitions de Security Label, leader européen des étiquettes de bagages pour le secteur de l'aérien, ou encore EDM, premier fabricant américain de tickets pour le marché des transports en commun. Deux acquisitions stratégiques.

Evolution du CA (en K€)



Compte de résultat (M€)	2017-18	2018-19	2019-20	2020-21	2021-22e	2022-23e	2023-24e	2024-25e
Chiffre d'affaires	100,9	108,0	108,0	83,9	130,8	170,2	195,0	223,8
Excédent brut d'exploitation	7,3	8,3	7,9	5,5	10,3	15,2	18,4	22,5
Résultat opérationnel courant	1,3	2,5	-0,5	-3,0	-0,3	5,1	7,7	11,3
Résultat opérationnel	-2,2	0,2	-3,5	-5,1	0,2	5,1	7,7	11,3
Résultat financier	-1,3	-1,9	-2,6	-1,2	-2,1	-2,1	-2,1	-2,1
Impôts	0,6	0,2	0,4	0,7	-0,5	-0,8	-1,5	-2,4
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	-5,1	-1,8	-5,8	-5,7	-2,5	2,2	4,2	6,8
Bilan (M€)	2017-18	2018-19	2019-20	2020-21	2021-22e	2022-23e	2023-24e	2024-25e
Actifs non courants	74,1	77,3	84,1	99,7	101,5	104,1	106,1	109,5
<i>dont goodwill</i>	<i>50,0</i>	<i>49,7</i>	<i>50,1</i>	<i>63,4</i>	<i>62,0</i>	<i>62,0</i>	<i>62,0</i>	<i>62,0</i>
BFR	-1,1	0,3	-6,7	-12,6	-12,2	-19,5	-22,4	-25,9
Disponibilités + VMP	11,4	8,6	21,2	13,7	14,2	21,0	26,2	33,0
Capitaux propres	28,7	26,2	31,5	27,8	22,8	25,0	29,1	35,9
Emprunts et dettes financières	49,6	55,1	57,9	55,2	66,4	66,4	66,4	66,4
Total Bilan	119,7	117,8	135,2	141,5	161,0	167,0	180,3	197,6
Tableau de flux (M€)	2017-18	2018-19	2019-20	2020-21	2021-22e	2022-23e	2023-24e	2024-25e
Marge Brute d'autofinancement	1,9	5,2	6,0	4,7	10,4	12,3	14,8	18,0
Variation de BFR	5,5	-4,3	7,2	4,3	0,2	7,3	3,0	3,4
Flux net de trésorerie généré par l'activité	6,7	1,2	13,2	9,1	10,6	19,6	17,8	21,4
Investissements opérationnels nets	-4,1	-3,9	-4,4	-7,4	-9,5	-12,8	-12,7	-14,6
Investissements financiers nets	0,0	-2,3	-1,5	-0,9	-7,3	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-4,1	-6,2	-6,0	-8,3	-16,9	-12,8	-12,7	-14,6
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	5,2	2,4	7,9	-4,0	10,7	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	3,3	0,1	4,4	-7,3	6,6	0,0	0,0	0,0
Variation de l'endettement financier net	5,9	-4,9	11,6	-6,5	0,9	6,9	5,1	6,8
Ratios (%)	2017-18	2018-19	2019-20	2020-21	2021-22e	2022-23e	2023-24e	2024-25e
Variation chiffre d'affaires	59,8%	7,0%	0,0%	-22,3%	55,9%	30,1%	14,6%	14,8%
Marge EBE	7%	8%	7%	7%	8%	9%	9%	10%
Marge opérationnelle courante	1%	2%	0%	-4%	0%	3%	4%	5%
Marge opérationnelle	-2%	0%	-3%	-6%	0%	3%	4%	5%
Marge nette	-5%	-2%	-5%	-7%	-2%	1%	2%	3%
Investissements opérationnels nets/CA	4%	4%	4%	9%	7%	8%	7%	7%
BFR/CA	-1%	0%	-6%	-15%	-9%	-11%	-12%	-12%
ROCE	1%	2%	0%	-3%	0%	4%	7%	10%
ROCE hors GW	4%	6%	-1%	-9%	-1%	17%	27%	39%
ROE	-18%	-7%	-18%	-20%	-11%	9%	14%	19%
Payout	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Dividend yield	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Ratios d'endettement	2017-18	2018-19	2019-20	2020-21	2021-22e	2022-23e	2023-24e	2024-25e
Gearing (%)	133%	177%	117%	150%	229%	182%	138%	93%
Dettes nettes/EBE	5,3	5,6	4,7	7,5	5,1	3,0	2,2	1,5
EBE/charges financières	5,4	4,3	3,0	4,6	4,9	7,2	8,7	10,6
Valorisation	2017-18	2018-19	2019-20	2020-21	2021-22e	2022-23e	2023-24e	2024-25e
Nombre d'actions (en millions)	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Nombre d'actions moyen (en millions)	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Cours (moyenne annuelle en euros)	29,1	29,1	29,1	29,1	29,1	29,1	29,1	29,1
(1) Capitalisation boursière moyenne	57,6	57,6	57,6	57,6	57,6	57,6	57,6	57,6
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	38,2	46,5	36,7	41,5	52,3	45,4	40,3	33,4
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(4) Valeur des actifs financiers	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	95,8	104,1	94,3	99,1	109,8	103,0	97,9	91,0
PER	ns	ns	ns	ns	ns	22,2	11,7	7,1
VE / EBE	14,6	11,7	11,2	15,6	9,9	6,3	4,9	3,7
VE / ROC	83,5	38,4	ns	ns	ns	18,8	11,7	7,4
VE / CA	1,1	0,9	0,8	1,0	0,8	0,6	0,5	0,4
P/B	2,3	1,9	1,7	1,6	2,1	1,9	1,7	1,3
Données par action (€)	2017-18	2018-19	2019-20	2020-21	2021-22e	2022-23e	2023-24e	2024-25e
Bnpa	-0,99	0,30	-1,70	-2,14	-1,79	1,30	2,47	4,06
Book value/action	14,5	13,2	15,9	14,0	11,5	12,6	14,7	18,2
Dividende /action	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Analyste

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



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 31/03/2021 au 27/04/2021 et depuis le 26/05/2021

Accumuler: Du 19/01/2021 au 30/03/2021 et du 28/04/2021 au 25/05/2021

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 Paragon ID (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