

## Achat

**Objectif de cours** **1,90 € (vs 2,0 €)**  
Cours au 19/10/2023 1,02 €  
**Potentiel** 86%

## Données valeur

ALSRP.PA / ALSRP.FP  
Euronext Paris  
Capitalisation (M€) 121,8  
Nb de titres (en millions) 18,90  
Volume moyen 12 mois (titres) 77 356  
Extrêmes 12 mois 102 € 2,02 €

## Performances boursières

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	-37,3%	-19,5%	-23,3%	-29,3%
Perf CAC Small	-15,4%	-11,5%	-17,5%	-12,0%

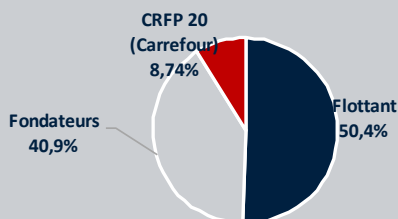
## Données financières (en M€)

au 31/12	2022	2023e	2024e	2025e
CA	657,4	686,4	726,0	767,8
var %	-9,2%	4,4%	5,8%	5,8%
EBE	19,5	20,5	24,8	29,8
% CA	3,0%	3,0%	3,4%	3,9%
ROC	4,2	5,2	9,4	14,3
% CA	0,6%	0,8%	1,3%	1,9%
RN	0,3	1,2	4,4	8,1
% CA	0,0%	0,2%	0,6%	1,0%
Bnpa (€)	0,02	0,03	0,06	0,09
ROCE (%)	6,1%	7,6%	15,4%	25,7%
ROE (%)	0,2%	0,6%	2,1%	3,7%
Gearing (%)	-13%	-13%	-18%	-23%
Dette nette	-25,5	-26,7	-37,3	-49,6
Dividende n (€)	0,00	0,00	0,00	0,00
Yield (%)	-	-	-	-

## Ratios

	2022	2023e	2024e	2025e
VE/CA (x)	0,2	0,1	0,1	0,1
VE/EBE (x)	8,1	3,8	2,7	1,9
VE/ROC (x)	37,2	14,9	7,3	3,9
PE (x)	ns	99,2	27,9	15,1

## Actionnariat



Prochaine publication : Résultats 2023 le 14 mars 2024

## Analyste

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



## Un troisième trimestre contrasté

## Publication du chiffre d'affaires T3 2023

Dans un environnement de marché toujours dégradé, SRP Groupe concède un léger ralentissement de son activité au cours du troisième trimestre. La GMV ressort à 208 M€ sur la période (Flat YoY) et le chiffre d'affaires à 139,6 M€ (-3,5%). Sur les 9 premiers mois de 2023, le CA progresse cependant de 4,6% en atteignant 471 M€.

## Une conjoncture économique morose

SRP Group a vu son nombre d'acheteurs diminuer de -8,5% au cours du T3. Le contexte inflationniste continue de peser sur la consommation et notamment sur les ventes de vêtements en ligne (en recul de -8% sur le T2 2023\*). Malgré ces difficultés sur les ventes de produits en ligne, le groupe s'appuie sur différents axes pour maintenir sa capacité de résilience: 1) La politique de premiumisation de l'offre, qui fait ressortir le panier moyen du groupe à 54€ (+4,2% vs 9M 2022) et qui permet d'atténuer l'impact de la baisse du nombre d'acheteur, 2) Le dynamisme de The Bradery et des services et 3) La montée en puissance de l'international.

## Des leviers de croissance toujours aussi dynamiques

The Bradery poursuit sa bonne intégration au sein du groupe. Sur les 9 premiers mois de 2023, le chiffre d'affaires du site de mode progresse de +84%. La clientèle de The Bradery est probablement moins sensible au cycle économique et génère des tailles de panier supérieures.

En parallèle de The Bradery, les relais de croissance de SRP, déjà mis en avant dans le passé, ont continué de contribuer positivement au CA trimestriel. Le segment Voyages & Loisirs progresse de +23% et la GMV de la marketplace ressort en hausse de +112%. Grâce à ses activités en retail media, la branche SRP Media affiche également une croissance soutenue au T3 (+28%).

Dernier élément à noter, l'International poursuit sa contribution positive avec une hausse de +6,2% sur le trimestre, à 28 M€. Le groupe continue d'entrevoir des opportunités de gains de parts de marché et dispose ici d'un levier de croissance exploitable sur le long terme.

## Perspectives

SRP anticipe des conditions de marchés difficiles jusqu'à la fin de l'exercice 2023. Le groupe reste toutefois concentré sur la poursuite de sa feuille de route ACE et mise sur son ADN de prix bas et ses catalyseurs pour assurer la poursuite d'une croissance rentable.

Par ailleurs, SRP continue ses efforts dans la maîtrise de ses coûts logistiques tout en continuant à investir dans son développement, comme en témoigne le lancement de sa nouvelle campagne publicitaire visant à augmenter sa notoriété dans l'hexagone.

Suite à ce troisième trimestre marqué par des vents contraires sur la consommation, nous revoyons notre objectif de chiffre d'affaires 2023e à 686,4 M€ (vs 694,8 M€ précédemment) et notre EBITDA à 20,5 M€ vs 23,9 M€, faisant ressortir une marge de 3,0%.

## Recommandation

Après mise à jour de notre modèle, nous ajustons notre objectif de cours à 1,90€ (contre 2€ précédemment) et notre recommandation reste à Achat.



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

## Présentation de la société

Créé en 2006, SRP est passé de l'un des pionniers de la vente événementielle en ligne à l'un des acteurs majeurs du e-commerce en France et en Europe.

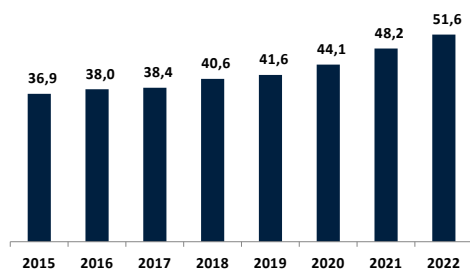
Le début d'année 2022 a été le témoin d'un événement majeur : l'acquisition d'une participation majoritaire dans The Bradery, acteur en très forte croissance de la vente événementielle premium, principalement à destination des millennials. Véritable pépite, cette opération stratégique ouvre de nombreuses synergies commerciales, tant vis-à-vis des marques (premium) que des consommateurs (plus jeunes), et techniques, au travers de la mutualisation de la plateforme logistique notamment.

En outre, cette acquisition permet d'intégrer une nouvelle marque forte à l'écosystème SRP qui s'appuie dorénavant sur 3 piliers avec showroomprivé.com/Saldi Privati pour l'approche généraliste, Beauté Privée pour la beauté et The Bradery pour la mode premium et jeune.

## Evolution du cours (base 100)



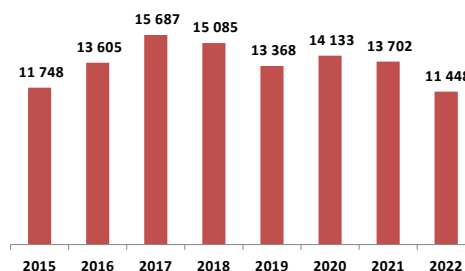
## Evolution du panier moyen (en €)



## Argumentaire d'investissement

- **Un modèle vertueux.** Véritable force de SRP, le Groupe développe un modèle vertueux reposant sur une dynamique complémentaire : la croissance du nombre de membres entraîne une augmentation des volumes, contribuant ainsi à attirer davantage de marques partenaires. Au fur et à mesure que le catalogue de marques s'élargit et que l'offre se diversifie, de nouveaux membres sont attirés et sont plus facilement convertis en acheteurs.
- **Une recovery largement réussie.** Dans le cadre de son plan Performance 2018-2020 et après deux ans passés à se recentrer sur ses deux piliers, les marques et les membres, le Groupe affiche une recovery très largement réussie marquée par une nouvelle dynamique de croissance rentable. Ayant transformé en profondeur l'organisation opérationnelle de la société, SRP voit son EBITDA publié passer de -31,4 M€ en 2019 à un EBITDA de +42,0 M€ en 2020. Dans le même temps, SRP voit son ROC passer de -46,8 M€ en 2019 à +25,4 M€ en 2020. Un écart de près de 73 M€.
- **Une montée en puissance du Dropshipping.** Modèle de vente et de livraison développé depuis 2017, le Dropshipping affiche une véritable montée en puissance. Représentant 8% des ventes en 2018 et 17% en 2019, l'année 2020 a été marquée par une nouvelle forte croissance de ce modèle. Outre l'intérêt d'offrir une livraison plus rapide (départ des entrepôts des marques partenaires, celui-ci permet à SRP d'économiser tant sur le stockage que sur la logistique tout en ayant un accès complet au stock de la marque partenaire apportant une flexibilité supplémentaire dans la gestion des volumes associés aux ventes sur la plateforme. En outre la force de ce modèle est de n'avoir aucun risque sur les stocks tout en permettant de proposer une offre complète aux membres de SRP.

## Evolution du nombre de commandes (en millions)



## Sociétés de l'éco-système cotées en bourse

Société	Capitalisation	VE / CA			VE / EBITDA			VE / EBIT			P/E		
		2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
Miliboo SA	14,8	0,3x	0,3x	0,3x	ns	14,1x	7,4x	ns	25,1x	9,4x	ns	30,1x	10,0x
ASOS plc	617,3	0,2x	0,2x	0,2x	4,0x	10,2x	3,3x	16,7x	-23,9x	12,6x	23,2x	-9,8x	155,4x
boohoo group Plc	588,4	0,3x	0,3x	0,3x	8,4x	8,6x	7,4x	ns	ns	50,6x	ns	ns	ns
Zalando SE	6 176,2	0,5x	0,5x	0,5x	11,9x	9,0x	7,1x	41,3x	21,5x	13,9x	ns	53,9x	28,0x
<b>Moyenne</b>		<b>0,3x</b>	<b>0,3x</b>	<b>0,3x</b>	<b>8,1x</b>	<b>10,4x</b>	<b>6,3x</b>	<b>29,0x</b>	<b>7,6x</b>	<b>21,6x</b>	<b>23,2x</b>	<b>24,7x</b>	<b>64,5x</b>
<b>Mediane</b>		<b>0,3x</b>	<b>0,3x</b>	<b>0,3x</b>	<b>8,4x</b>	<b>9,6x</b>	<b>7,2x</b>	<b>29,0x</b>	<b>21,5x</b>	<b>13,2x</b>	<b>23,2x</b>	<b>30,1x</b>	<b>28,0x</b>

### Analyste

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



Compte de résultat (M€)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Chiffre d'affaires	615,6	697,5	723,8	657,4	686,4	726,0	767,8
Excédent brut d'exploitation société	-31,4	42,0	48,2	19,5	20,5	24,8	29,8
<b>Résultat opérationnel courant</b>	<b>-46,8</b>	<b>25,3</b>	<b>32,2</b>	<b>4,2</b>	<b>5,2</b>	<b>9,4</b>	<b>14,3</b>
Résultat opérationnel	-68,4	21,7	28,9	1,7	2,7	6,9	11,8
Résultat financier	-0,7	-0,9	-1,1	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0
Impôts	-1,3	-6,9	-0,5	-0,4	-0,4	-1,5	-2,7
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
<b>Résultat net part du groupe</b>	<b>-70,5</b>	<b>13,9</b>	<b>27,3</b>	<b>0,3</b>	<b>1,2</b>	<b>4,4</b>	<b>8,1</b>
Bilan (M€)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Actifs non courants	224,3	215,2	216,5	223,8	220,2	217,1	214,6
<i>dont goodwill</i>	<i>123,7</i>	<i>123,7</i>	<i>123,7</i>	<i>129,9</i>	<i>129,9</i>	<i>129,9</i>	<i>129,9</i>
BFR	-37,5	-44,2	-38,8	-42,5	-38,8	-41,9	-43,8
<b>Disponibilités + VMP</b>	<b>49,0</b>	<b>130,8</b>	<b>99,6</b>	<b>83,5</b>	<b>84,7</b>	<b>95,2</b>	<b>107,6</b>
Capitaux propres	152,2	177,0	205,1	201,5	202,7	207,1	215,1
Emprunts et dettes financières	78,4	119,9	67,3	58,0	58,0	58,0	58,0
<b>Total Bilan</b>	<b>388,4</b>	<b>480,8</b>	<b>436,9</b>	<b>448,5</b>	<b>418,4</b>	<b>431,0</b>	<b>447,8</b>
Tableau de flux (M€)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Marge Brute d'autofinancement	-48,2	39,0	46,6	17,4	16,5	19,8	23,6
Variation de BFR	-26,4	2,7	-5,1	5,7	-3,7	3,2	1,9
<b>Flux net de trésorerie généré par l'activité</b>	<b>-26,0</b>	<b>40,3</b>	<b>36,1</b>	<b>18,3</b>	<b>12,8</b>	<b>22,9</b>	<b>25,4</b>
Investissements opérationnels nets	-13,8	-9,0	-11,7	-8,8	-11,7	-12,3	-13,1
Investissements financiers nets	-22,4	0,1	-1,0	-7,4	0,0	0,0	0,0
<b>Flux nets de trésorerie liés aux investissements</b>	<b>-36,2</b>	<b>-8,8</b>	<b>-12,8</b>	<b>-16,2</b>	<b>-11,7</b>	<b>-12,3</b>	<b>-13,1</b>
Augmentation de capital	0,0	9,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	30,9	44,4	-54,6	-14,1	0,0	0,0	0,0
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	0,0	0,3	-0,3	-4,1	0,0	0,0	0,0
<b>Flux nets de trésorerie liés au financement</b>	<b>30,8</b>	<b>50,4</b>	<b>-54,7</b>	<b>-18,2</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Variation de l'endettement financier net	-31,4	81,8	-31,3	-16,1	1,2	10,6	12,4
Ratios (%)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Variation chiffre d'affaires</b>	<b>-8,4%</b>	<b>13,3%</b>	<b>3,8%</b>	<b>-9,2%</b>	<b>4,4%</b>	<b>5,8%</b>	<b>5,8%</b>
Marge EBE	-5%	6%	7%	3%	3%	3%	4%
<b>Marge opérationnelle courante</b>	<b>-8%</b>	<b>4%</b>	<b>4%</b>	<b>1%</b>	<b>1%</b>	<b>1%</b>	<b>2%</b>
Marge opérationnelle	-11%	3%	4%	0%	0%	1%	2%
Marge nette	-11%	2%	4%	0%	0%	1%	1%
Investissements opérationnels nets/CA	2%	1%	2%	1%	2%	2%	2%
BFR/CA	-6%	-6%	-5%	-6%	-6%	-6%	-6%
ROCE	ns	10%	13%	2%	2%	4%	6%
ROCE hors GW	ns	36%	44%	6%	8%	15%	26%
ROE	ns	8%	13%	0%	1%	2%	4%
Payout	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Dividend yield	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Ratios d'endettement	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Gearing (%)</b>	<b>19%</b>	<b>-6%</b>	<b>-16%</b>	<b>-13%</b>	<b>-13%</b>	<b>-18%</b>	<b>-23%</b>
Dettes nettes/EBE	-0,9	-0,3	-0,7	-1,3	-1,3	-1,5	-1,7
EBE/charges financières	40,2	39,4	40,5	18,9	19,9	23,9	28,7
Valorisation	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nombre d'actions (en millions)	50,7	118,9	118,9	118,9	118,9	118,9	118,9
Nombre d'actions moyen (en millions)	42,0	84,8	118,9	118,9	118,9	118,9	118,9
Cours (moyenne annuelle en euros)	0,7	2,9	2,9	1,5	1,0	1,0	1,0
(1) Capitalisation boursière moyenne	27,7	242,5	346,0	176,0	121,8	121,8	121,8
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	29,4	-11,0	-32,3	-25,5	-26,7	-37,3	-49,6
(3) Valeur des minoritaires	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	1,0	2,0
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	57,1	231,5	313,7	150,5	95,1	83,5	70,1
<b>PER</b>	<b>ns</b>	<b>24,4</b>	<b>12,7</b>	<b>626,2</b>	<b>99,2</b>	<b>27,9</b>	<b>15,1</b>
VE / EBE	ns	8,7	6,5	8,1	3,8	2,7	1,9
<b>VE / ROC</b>	<b>ns</b>	<b>9,1</b>	<b>9,2</b>	<b>37,2</b>	<b>14,9</b>	<b>7,3</b>	<b>3,9</b>
VE / CA	0,1	0,4	0,4	0,2	0,1	0,1	0,1
P/B	0,2	1,9	1,7	1,0	0,6	0,6	0,6
Données par action (€)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
<b>Bnpa</b>	<b>-0,96</b>	<b>0,15</b>	<b>0,26</b>	<b>0,02</b>	<b>0,03</b>	<b>0,06</b>	<b>0,09</b>
Book value/action	3,0	1,5	1,7	1,7	1,7	1,7	1,8
Dividende /action	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

## Analyste

Raphaël Génin  
01 44 70 20 70  
rgenin@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**: Depuis le 20/06/2022

**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	Non	Non	Oui

**« Disclaimer / Avertissement »**

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