

Achat

Objectif de cours	1,54 €
Cours au 08/11/2024	1,04 €
Potentiel	48%

Données valeur

ALNTG-FR	
Euronext Paris	
Capitalisation (M€)	36,3
Nb de titres (en millions)	34,9
Volume moyen 12 mois (titres)	14 173
Extrêmes 12 mois	0,7 € 1,1€

Performances boursières

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	5,5%	3,9%	32,2%	9,9%
Perf CAC Small	-5,3%	-1,3%	-0,5%	8,4%

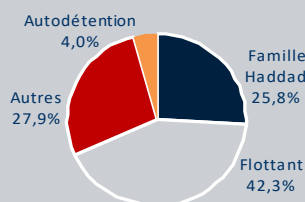
Données financières (en M€)

au 31/12	2023	2024e	2025e	2026e
CA	36,3	35,6	34,0	34,2
var %	28,2%	-2,0%	-4,4%	0,6%
EBE	6,7	7,8	7,5	8,6
% CA	18,5%	22,0%	21,9%	25,0%
ROC	-2,1	0,4	1,7	4,2
% CA	-5,8%	1,2%	5,0%	12,3%
RN	0,1	0,5	1,6	3,6
% CA	0,3%	1,5%	4,6%	10,6%
Bnpa (€)	0,00	0,02	0,05	0,10
ROCE (%)	-21,0%	3,6%	13,3%	39,0%
ROE (%)	0,5%	2,2%	6,3%	13,6%
Gearing (%)	-13,9%	-18,3%	-15,4%	-27,0%
Dette nette (ex IFRS 16)	-5,7	-5,0	-8,4	-13,3
Dividende n (€)	0,00	0,05	0,05	0,05
Yield (%)	0,0%	4,8%	4,8%	4,8%

Multiples de valorisation

	2023	2024e	2025e	2026e
VE/CA (x)	0,9	0,9	0,8	0,6
VE/EBE (x)	3,9	4,2	3,3	2,6
VE/ROC (x)	70,8	18,4	6,6	3,6
P/E (x)	67,7	23,0	10,0	6,8

Actionariat



Un virage SaaS réussi

Acteur historiquement positionné sur le hardware au travers des box internet, Netgem a initié un virage stratégique d'ampleur en 2020. Le groupe a recentré ses activités vers un modèle basé sur des revenus récurrents en commercialisant sa plateforme média en mode SaaS, Netgem.tv. Cette offre qui réunit plus de 677k abonnés en Europe permet à Netgem d'adresser un marché en expansion tout en jouant un rôle d'intermédiaire clé face aux enjeux et aux besoins des éditeurs de contenus et des opérateurs télécoms.

Après une année 2023 de transition, qui a concrétisé le tournant initié par Netgem dans l'environnement des technologies de contenus numériques, le spécialiste de la valorisation de contenus digitaux amorce une nouvelle phase ambitieuse de développement. Celle-ci devrait se matérialiser par une forte amélioration de son profil financier. Au travers d'un modèle désormais en grande partie basé sur la récurrence, Netgem améliore la qualité de ses revenus, génère dans le même temps de meilleures marges et accroît sa capacité à générer des FCF.

La publication des résultats annuels 2023 a donné un aperçu de la trajectoire sur laquelle se situe désormais le groupe. Malgré un recul de -2% de son chiffre d'affaires à 35,6 M€, Netgem a enregistré une **croissance de +55% de son revenu récurrent. Ce dernier représente dorénavant près de 63% du mix.** Ces résultats s'inscrivent dans la continuité de la stratégie d'accroître les ventes de software (SW) au détriment du hardware (HW) historique. Le résultat opérationnel courant a aussi très fortement progressé. Désormais positif à 0,4 M€ (vs -2,1 M€ l'année précédente) et résultant d'une bonne gestion des coûts opérationnels et surtout d'une amélioration significative de la marge brute, le groupe semble avoir trouvé son modèle de rentabilité.

Avec une position de trésorerie nette de 5,7 M€, Netgem bénéficie aussi d'un excellent bilan, qui lui permet notamment la distribution d'un dividende. Cette solidité financière lui offre également la flexibilité nécessaire pour saisir d'éventuelles opportunités de croissance externe. L'acquisition, mi-2023, des sociétés Éclair Digital Services et Éclair Préservation, toutes deux implantées en France avec un portefeuille de 500 clients, illustre cette stratégie de croissance externe claire et ambitieuse. L'éditeur français continue de rechercher d'autres cibles, afin de renforcer sa stratégie.

La récente publication du S1 2024 conforte nos perspectives pour la société, à savoir un **TCAM 23-26e de +7,7% des revenus récurrents**, l'atteinte d'une **marge d'EBITDA de 25% à horizon 2026** ainsi qu'une forte génération de cash attendue dès **2024, avec un FCF de 1,0 M€ puis de 6,6 M€ en 2026.**

En matière de valorisation, le titre se traite à 3,3x EV/EBITDA, 6,6x EV/EBIT et 10,0x P/E 2025e. Nous pensons que ces multiples ne captent pas encore pleinement la nouvelle histoire que le groupe est en train d'écrire.

Fort de ces éléments, nous initions la valeur avec un OC de 1,54€ (+48% d'upside) et une recommandation à l'Achat.



Renan Kerourio

Analyste

01 44 70 20 96

rkerourio@elcorp.com



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



Historiquement positionné comme un acteur clé du marché du hardware à travers ses box internet, Netgem a su amorcer un virage stratégique dans son développement. Fort de son expertise reconnue dans l'édition de contenus, le groupe adopte désormais une stratégie de montée en gamme, visant à maximiser la création de valeur sur un marché en quête de nouveaux relais de croissance.

S'appuyant sur deux segments d'activité avec 1/ sa plateforme B2B2C et 2/ ses activités non récurrentes, Netgem dispose désormais d'atouts pour améliorer significativement sa rentabilité ainsi que sa génération de cash pour les exercices à venir.

Pourquoi investir dans Netgem ?

Une trajectoire de croissance



**TCAM 2023/2026^e
de l'ARR:
+7,7%**

Un business model rentable



**>25% de marge
d'EBITDA 2026e**

Amélioration du FCF



**FCF/EBITDAe 2024
>23%**

Dividendes élevés



**Politique de
dividende attractive**

Un bilan solide



**Cash positif +5,7
M€ en 2023**

Un potentiel d'upside important



**+48% de potentiel
d'upside du cours**

Sommaire

ARGUMENTAIRE D'INVESTISSEMENT	4
SWOT	5
HISTORIQUE DE NETGEM	6
UN MANGEMENT STRUCTURÉ	8
UN ACTIONNARIAT BIEN ORGANISÉ	9
NETGEM UN MODÈLE TV-AS-A-SERVICE	10
UN FOCUS STRATÉGIQUE SUR LE B2B2C (ACTIVITÉS RÉCURRENTES DU GROUPE)	11
SORTIE PROGRESSIVE DES ACTIVITÉS HISTORIQUES (ACTIVITÉS NON RÉCURRENTES DU GROUPE)	14
L'ÉCOSYSTÈME DE NETGEM	16
DES CLIENTS DE RENOM	14
UNE OFFRE TOUJOURS PLUS LARGE	18
MARCHÉ DU DIVERTISSEMENT ET DE LA TÉLÉVISION 2,0	20
DES EFFORTS QUI PORTENT LEURS FRUITS	23
RECENTRAGE STRATÉGIQUE DEPUIS 2023	23
DES VARIATIONS DE PÉRIMÈTRE IMPORTANTES	23
PRÉVISIONS SUR LES TROIS PROCHAINES ANNÉES	26
VALORISATION DE NETGEM	30

Argumentaire d'investissement

Un virage stratégique payant

Depuis 2021, Netgem a repensé son modèle et opéré d'importants changements stratégiques. Délaissant progressivement son business historique de fournitures de box, le groupe s'est recentré sur son service (Netgem.tv) par abonnement. Ce pivot a permis à la société française de servir les opérateurs télécoms en quête d'amélioration de leur ARPU en s'adressant à leur base d'abonnés. Netgem a considérablement amélioré la qualité de ses revenus désormais récurrents, ainsi que son profil de rentabilité. Le groupe a enregistré en 2023 une croissance de ses revenus récurrents de l'ordre de +55%, dont le poids représente dorénavant 63% du mix. Au niveau de la rentabilité, la marge brute a considérablement progressé pour atteindre 61,8% (soit +648,8 bps) lui permettant notamment de dégager un FCF de 1,2 M€. Sur la période 2023-2026e, nous anticipons un TCAM des revenus récurrents du groupe de l'ordre de +7,7%.

Une position bilancielle saine

Grâce à une gestion financière rigoureuse, le groupe affiche un bilan solide qui le positionne favorablement pour atteindre ses ambitions de développement. Avec une trésorerie nette de 5,7 M€ et une rentabilité en progression, Netgem dispose des atouts nécessaires pour continuer à générer un retour à ses actionnaires tout en poursuivant sa stratégie de croissance externe.

Une valorisation attractive

Au cours actuel, Netgem présente une valorisation attractive. Le titre se négocie à moins de 3,3x EV/EBITDA 2024e et 6,6x EV/EBIT 2025e. Le couple rendement/risque de l'action apparaît assez favorable à ce niveau. Depuis 2022, le cours de l'action a chuté de 37%, un parcours qui ne reflète pas l'amélioration franche des fondamentaux de Netgem. Le marché peine encore à bien cerner le nouveau positionnement stratégique du groupe, ce qui constitue, selon nous, une opportunité. Netgem dispose 1/ d'une trésorerie nette de 5,7 M€, 2/ d'une réorientation de ses activités vers une croissance rentable, et 3/ d'une amélioration significative de sa génération de cash. Ces éléments nous conduisent à penser que la société technologique française est sous-valorisée.

SWOT

Forces

- Une capacité à traiter l'ensemble de la chaîne de valeur des besoins digitaux
- Une offre diversifiée (upselling)
- Une équipe de direction complémentaire
- Une forte présence à l'international (>60% CA 2023)

Faiblesses

- Une activité historique de hardware qui continue de peser dans le mix produits
- Une forte concentration sur certains opérateurs

Opportunités

- Une exposition à un secteur du digital en mutation
- Développement de la base clients et croissance du parc abonnés
- Développement par croissance externe
- Croissance de l'ARPU chez les clients

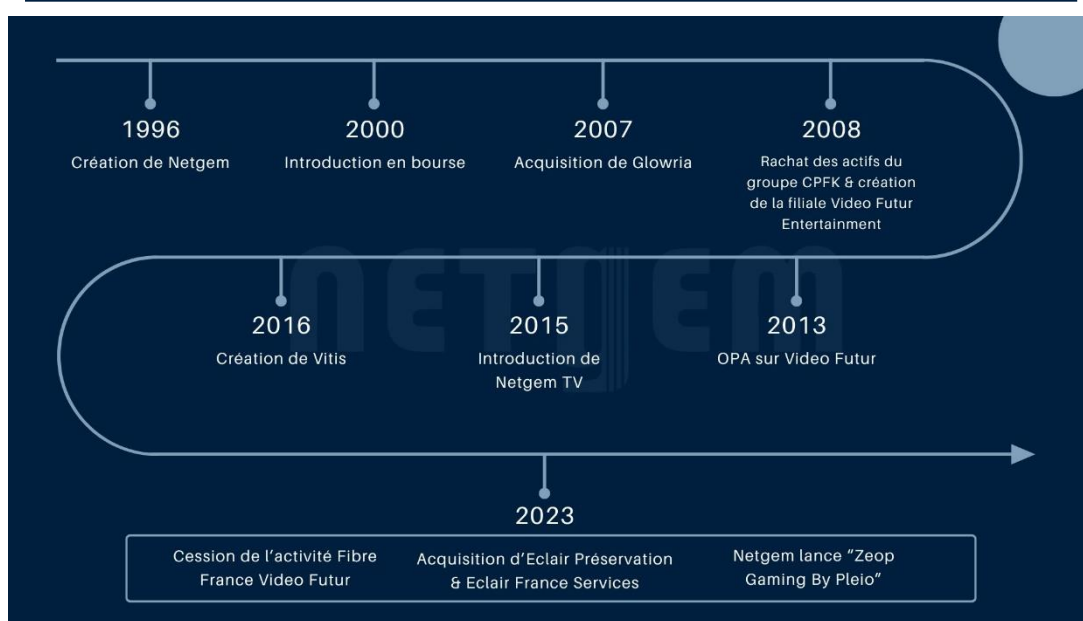
Menaces

- L'intensification de la concurrence et les avancées technologiques mises sur le marché
- Les risques associés à la défaillance d'un client

De la start-up à un acteur majeur – Historique de Netgem

Société technologique française, Netgem est fondée en 1996 par trois polytechniciens: Joseph Haddad, Olivier Guillaumin et Marc Bury. La start-up est initialement spécialisée dans les décodeurs de télévision, et est également un fournisseur d'accès à Internet et de service de vidéo à la demande avec la marque VidéoFutur. Elle a commencé par vendre des décodeurs à des opérateurs télécoms, puis a passé des accords avec des fabricants de téléviseurs afin d'intégrer l'accès Internet à leurs appareils. Netgem a réalisé son IPO en 2000 sur le Nouveau Marché.

Historique de développement



Source : Société, EuroLand Corporate

Entre 2009 et 2010: le groupe s'est développé à l'international grâce à plusieurs contrats et adresse alors des clients tels que Monaco Telecom (principauté de Monaco), Elisa (Finlande), Telstra (Australie) ou encore Melita Telecom (Malte).

2013: Netgem a annoncé une OPA sur Videofutur. Historiquement un distributeur de DVD locatifs, Videofutur a transformé son activité vers celui d'opérateur de services pour la télévision connectée.

2014: Netgem change de modèle en passant d'un fournisseur de boîtiers à un fournisseur de solutions complètes pour les opérateurs, y compris le contenu et les solutions OTT.

De 2016 à 2020: la société se positionne progressivement comme un fournisseur de plateformes de services numériques dans les domaines du divertissement et des maisons connectées, notamment avec sa plateforme Netgem TV.

2021 : Signature avec TalkTalk Group, premier fournisseur de connectivité au Royaume-Uni en termes de rapport qualité-prix. TalkTalk exploite le plus grand réseau dégroupé au Royaume-Uni auprès de 4,2 millions de clients.

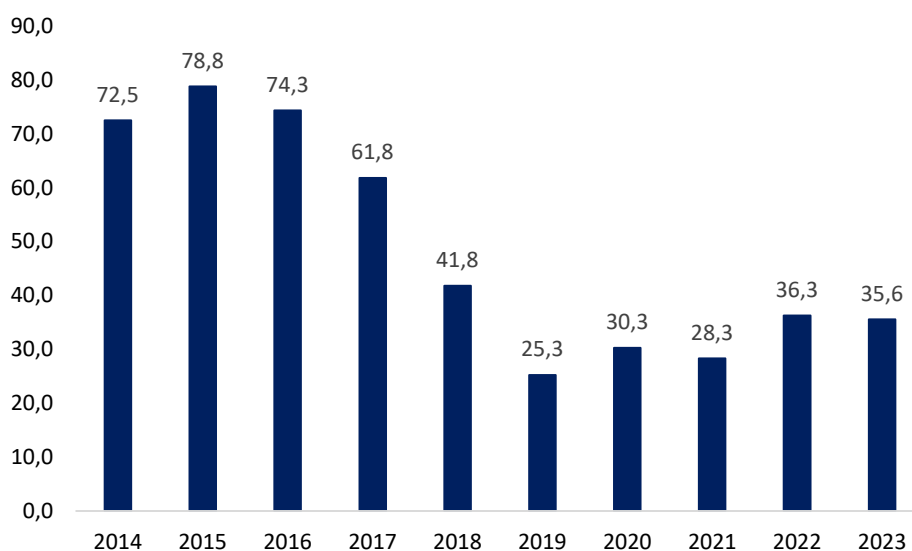
2020 - 2023: Netgem recentre ses activités autour de sa plateforme Netgem TV, une solution OTT qui permet aux opérateurs de proposer des services de télévision et de VOD. L'année suivante, le groupe s'est développé en signant de nouveaux partenariats à l'international et des innovation autour des services de vidéo en streaming.

2024 : Reprise des activité de Gamestream, leader mondial des solutions de jeux vidéo en streaming à destination du marché B2B.

Le graphique ci-dessous illustre l'évolution du chiffre d'affaires de Netgem. Les divers changements stratégiques opérés par le groupe ont entraîné des fluctuations, mais la tendance globale demeure positive depuis 2019, année marquant le recentrage de ses activités.

Au fur et à mesure du temps, Netgem s'est adapté aux évolutions technologiques du secteur. Passant de la fourniture de box à des solutions cloud, OTT et de maisons connectées, tout en gardant une forte présence dans le domaine des télécommunications et du divertissement numérique.

Chiffre d'affaires de Netgem depuis 2014 (en M€)



Source : Société, EuroLand Corporate

Un management structuré



Joseph Haddad – Président & co-fondateur

Diplômé de l'École Polytechnique et de l'ENST (École Nationale Supérieure des Télécoms), Joseph Haddad créé sa 1^{ère} société de logiciels en 1987 et la développe à l'international, puis la vend à IBM en 1990. Après deux ans aux États-Unis, il est devenu un business angel par l'entremise de son entreprise familiale « J2H ». Il fonde Netgem en 1996 et en est aujourd'hui le principal actionnaire et le Président.



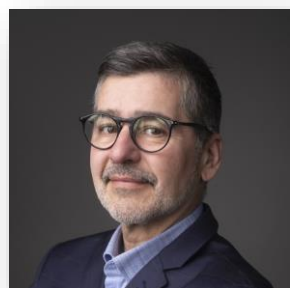
Mathias Hautefort – Directeur général

Diplômé de l'École Polytechnique et ingénieur du corps des Mines, Mathias Hautefort est Directeur Général du Groupe Netgem depuis juillet 2019. Il est également Président de Vitis, la filiale du groupe Netgem, dédiée à l'activité en France. Mathias Hautefort a réalisé l'essentiel de sa carrière à des responsabilités de dirigeant dans des groupes industriels et de télécommunications (Suez, Orange, Atari et Pace), au Ministère de l'Industrie, et en cabinet Ministériel.



Sandrine Alexandre – Directrice Financière et Directrice général déléguée

Sandrine Alexandre a rejoint la société Netgem dès sa création en 1996 en qualité de contrôleur de gestion. Elle a été nommée à la Direction Financière du Groupe Netgem en octobre 2020 et Directrice général déléguée en février 2023. Titulaire du diplôme d'études comptables et financières. Elle a occupé diverses fonctions dans la finance auprès de PME et cabinets comptables.



Manuel Lara – Co-Directeur R&D

Manuel LARA a rejoint Netgem en décembre 2000 pour gérer les premiers partenariats de contenus de télévision interactive du Groupe. Il a ensuite participé aux lancements de l'ensemble des projets IPTV au sein de la Direction Projet avant de prendre la responsabilité du pôle Produits puis la Direction Plateforme et Opérations en 2014.

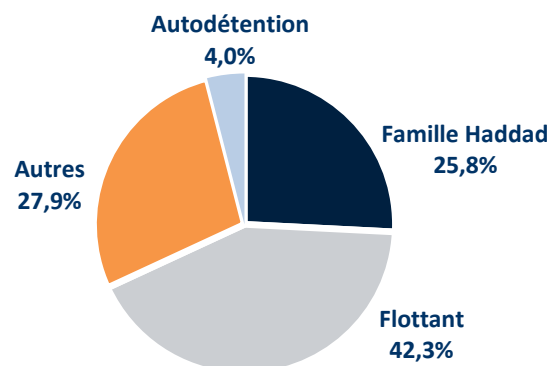


Yves Marco – Co-Directeur R&D

Il a rejoint Philips Electronique Grand Public en 1996 avec les fonctions de Développeur logiciel puis Architecte logiciel, sur les décodeurs de télévision numérique (lancement des premiers décodeurs de TNT au Royaume-Uni) puis est arrivé chez Netgem en novembre 2000. Chez Netgem, Yves Marco a successivement été Développeur, Architecte, Chef d'équipe technique, Responsable développement Applications et Devices.

Un actionnariat bien organisé

Structure de l'actionnariat



Source : Société, Euroland Corporate

Le capital de Netgem est structuré de la manière suivante :

1. Propriétaires et Dirigeants

- Famille Haddad: Détient 25,8% du capital. La Famille Haddad est représentée par Joseph Haddad, Président et co-fondateur de l'entreprise ainsi qu'au conseil par Laura Wilner, fille de M. Haddad et représentante permanent de J.2.H..
- Groupe Fast Forward: Possède 4,10% du capital. Olivier Guillaumin, dirigeant du groupe, a créé Netgem en 1996 aux côtés de Joseph Haddad.

2. Investisseurs institutionnels

- Mousse Partners: Fonds américain détenant 8,3% du capital, présent depuis fin 2007.
- CDC (Caisse des Dépôts et Consignations): Détient 7,2% du capital. Actionnaire depuis l'augmentation de capital de Juin 2023.
- Manco: actionnaire possédant 5,0% du capital, suite à sa participation à l'augmentation de capital de juin 2023

3. Flottant

- 42,3% du capital est flottant.

4. Auto détention :

- 4% du capital.

5. Dirigeants et salariés :

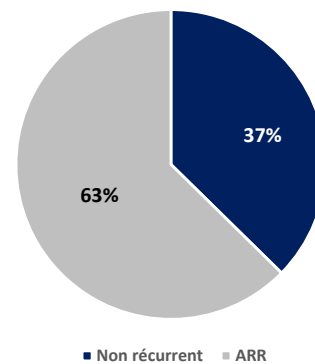
- 3,50% du capital.

L'influence par les fondateurs garantit un alignement stratégique des actionnaires avec les objectifs à long terme de Netgem.

NETGEM, un modèle TV-as-a-Service

Historiquement positionnée sur la vente de box télévision, et après de nombreuses transformations, Netgem a fait évoluer sa stratégie au fil des ruptures technologiques et semble aujourd'hui avoir trouvé son modèle. L'expert de l'intégration, de l'éditorialisation et de la monétisation de contenus du divertissement répond aux besoins des opérateurs télécoms et éditeurs de contenus en quête d'amélioration de leur offre. Après son pivot dans le streaming OTT et au travers d'une approche « guichet unique », dans un modèle désormais basé sur des revenus récurrents, le groupe est capable de garantir ses services d'expert de haute qualité.

Part des revenus récurrents et non récurrents de Netgem en 2023

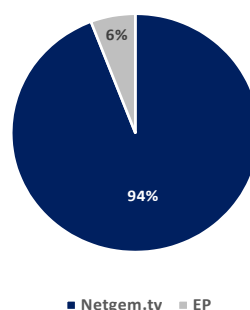


Source : Société, Euroland Corporate

En 2023, Netgem a généré un chiffre d'affaires de 35,6 M€, réparti comme suit:

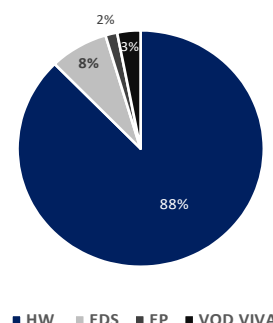
- Les revenus récurrents (22,3 M€ en 2023), principalement issus de la plateforme propriétaire Netgem.tv et de la majorité des revenus d'Éclair Préservation (voir plus loin).
- Les revenus non-récurrents (13 M€ en 2023) comprennent principalement le chiffre d'affaires du business historique lié à la vente de matériel (box télévision), les frais d'activation, les revenus d'EDS, 20 % des revenus d'EP, ainsi que des revenus additionnels provenant de la plateforme de streaming vidéo VIVA.

Répartition ARR de Netgem en 2023 (%)



Source : Société, Euroland Corporate

Répartition revenus non-récurrents de Netgem en 2023 (%)



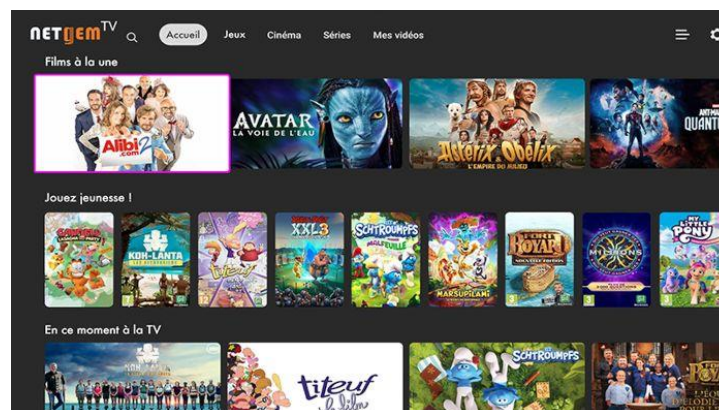
Source : Société, Euroland Corporate

Un focus stratégique sur le B2B2C (activités récurrentes du groupe)

Netgem.tv: 94% du chiffre d'affaires récurrent (21 M€) en 2023

Afin de répondre aux besoins de création de valeur des opérateurs télécoms et des éditeurs de contenu, Netgem opère une plateforme de services du divertissement vidéo digital. Le groupe édite et distribue ses services de divertissement à travers un réseau d'opérateurs fixe et mobile en Europe. Dans un modèle B2B2C, cette plateforme est accessible pour les clients des opérateurs avec lesquels Netgem travaille, soit plus de 670 000 foyers abonnés à date. Cette plateforme comprend une multitude de contenus, du plus classique tels que les chaînes de télévision, en passant par les services payants comme Netflix, Amazon Prime, une offre de FAST Channels mais également plus récemment l'intégration d'une offre de Cloud Gaming.

Plateforme Netgem.tv



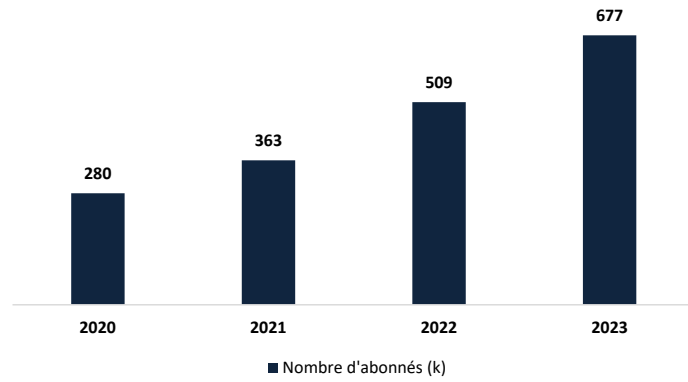
Source : Société

Partenaire de plus de 100 fournisseurs de médias et de télécommunications, Netgem distribue une plateforme aux opérateurs télécoms visant à accroître l'engagement de leurs clients. L'éditeur français de contenus a signé plusieurs contrats pluriannuels avec des ayants-droit afin de gérer ou distribuer leurs contenus. Ces contrats incluent des minima garantis à la charge du groupe. Netgem génère ses revenus grâce à des frais de gestion des contenus, des frais par abonné, ainsi qu'une partie one-off comprenant la facturation non récurrente pour la livraison de matériel (box télévision).

Un KPI qui nous semble pertinent pour suivre l'adoption des services de Netgem est son nombre d'abonnés, qui a fortement augmenté en 2023. À la fin de l'année, Netgem gérait 677 000 abonnés à sa plateforme Netgem.tv, soit une augmentation de +33% par rapport à 2022. Cette progression est principalement due à la croissance des partenariats avec des opérateurs de télécommunication fixe en Europe, notamment en Finlande, au Royaume-Uni et au Luxembourg. La stratégie de l'entreprise s'appuie sur l'expansion de ses services numériques et de divertissement, comme le cloud gaming, qui attire de nouveaux abonnés.

Globalement, la tendance de croissance du nombre d'abonnés est très bonne depuis le virage stratégique opéré par le groupe, soutenue par la diversification de l'offre et l'acquisition de nouveaux partenaires opérateurs.

KPI Abonnés : évolution nombre d'abonnés au service Netgem.tv



Source : Société, Euroland Corporate

Éclair Préservation: 6% du chiffre d'affaires récurrent (1,3 M€ de CA) en 2023

Éclair Valorisation et Éclair Préservation (intégrées sur 6 mois)

En juin 2023, Netgem a fait l'acquisition de Éclair Valorisation et Éclair Préservation, qui ont ensemble plus de 500 clients français et internationaux pour la gestion de leurs programmes. Ces deux sociétés ont contribué sur l'exercice 2023, et depuis leur intégration en juin de la même année, à hauteur de 2,5M€ au CA, dont 1,3M€ de revenus récurrents. Parmi les clients de ces dernières on retrouve :

Clients EDS et EP



Source : Société

Ces acquisitions visent à renforcer et élargir la présence de Netgem dans la chaîne de valeur. Netgem a acquis Éclair Préservation et Éclair Digital Services, deux marques reconnues pour leur expertise dans le secteur. Un investissement qui s'est élevé 4,0 M€ en valeur d'entreprise, financé par augmentation de capital réservée souscrite par la CDC et la société Manco.

Ces sociétés jouent des rôles complémentaires dans la gestion et l'exploitation des contenus cinématographiques et audiovisuels.

- **Éclair Préservation (1,5 M€ de contribution au CA 2023)** se consacre à la préservation physique et numérique des œuvres audiovisuelles. Elle assure le stockage sécurisé des supports originaux, tels que les films ou enregistrements, ainsi que leur numérisation pour les protéger et garantir leur longévité. Elle maintient également les infrastructures nécessaires pour rendre ces œuvres accessibles et exploitables à long terme, tout en étant un partenaire clé pour les ayants droit qui souhaitent protéger leur patrimoine audiovisuel.
- **Éclair Valorisation (1,0 M€ de contribution au CA 2023)** quant à elle est spécialisée dans la distribution numérique et le traitement de contenus. Elle gère la transformation et l'adaptation des œuvres pour divers formats et plateformes. De plus, elle s'occupe de la distribution de contenus pour le cinéma, le DVD/Blu-Ray, la VOD/SVOD, et la télévision. Concrètement, cela inclut des services comme la conversion de formats, la compression des fichiers, l'ajout de sous-titres, ainsi que la gestion de la qualité des fichiers pour une diffusion sur des canaux numériques multiples.

En 2024, le groupe prévoit une croissance à deux chiffres de ses revenus récurrents, issus des opérateurs télécom et des services médias. Les pôles d'Éclair sont appelés à croître plus rapidement que le reste du groupe, avec une expansion prévue dans le périmètre géographique existant. Si le marché français demeure une priorité à court terme, Netgem envisage une expansion à l'échelle européenne dès 2025.

Sortie progressive des activités historiques (activités non récurrentes du groupe)

La vente de box télévision, business historique du groupe: 88% du CA non récurrent 2023 (11,4 M€ de CA)

Dans les premières années de son existence, Netgem s'est distingué en développant des solutions matérielles et logicielles pour la télévision numérique. L'entreprise a notamment conçu des box TV, des décodeurs et des équipements permettant d'accéder à la télévision via IPTV et à d'autres services de streaming vidéo. Ces box étaient commercialisées principalement auprès des opérateurs télécoms, qui les fournissaient ensuite à leurs abonnés.

En 2023, Netgem continue de proposer des box TV, mais son approche est plus intégrée aux offres de services TV en cloud. Les box en elles-mêmes ne sont plus l'élément central du modèle économique de Netgem, mais elles sont toujours vendues ou incluses dans des offres de partenaires télécoms. Sur 2023, nous estimons que la société a réalisé 11 M€ de CA via cette activité, un montant qui s'est inscrit en net recul en raison de la sortie des activités liées au hardware et du passage à la technologie Android.

Le groupe sous traite la totalité de la production et de l'assemblage des équipements intégrés dans ses offres. En s'appuyant sur une plateforme standardisée comme Android TV, Netgem n'a plus besoin de concevoir et de fabriquer ses propres box spécifiques. L'entreprise peut simplement fournir son service sur des décodeurs compatibles Android TV existants, ce qui réduit les coûts liés au matériel.

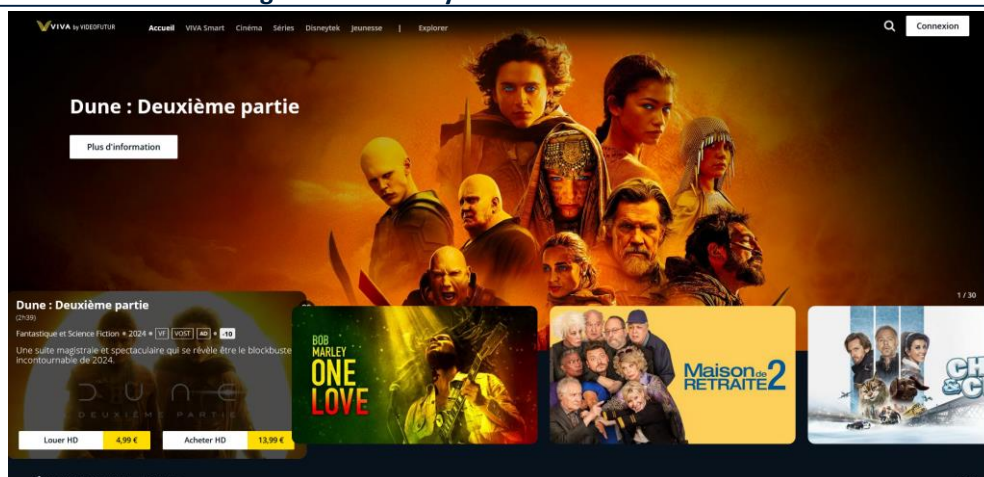


VIVA by Videofutur : 2% des revenus non-récurrents de Netgem (0,4 M€) en 2023

Parallèlement au service d'abonnement fourni par Netgem, le groupe possède une plateforme accessible par tout public en ligne. VIDEOFUTUR, la chaîne de vidéoclubs créée au début des années 1980, s'est transformée afin de devenir désormais une plateforme VOD 100% en streaming. Accessible via le site viva.videofutur.fr et via une application Android et IOS, cette plateforme propose plus de 15 000 films et séries. Le service est sans abonnement, ni engagement. La facturation est réalisée lors de la consommation à l'achat ou à la location d'un film ou d'une série.

La location VOD est proposée à un prix compris entre 0,99€ et 4,99€. L'achat VOD est disponible également sur la plateforme entre 4,99€ et 18,99€. La plateforme a généré 0,4 M€ de revenus en 2023, soit 2% des revenus non récurrents du groupe.

Plateforme de streaming vidéo : VIVA by Videofutur



Source : viva.videofutur.fr

L'écosystème Netgem

Des clients de renom

- **Une clientèle européenne (57% du CA en 2023)**

Netgem adresse un portefeuille de clients majoritairement européen dispersés sur différentes zones géographiques. Ce dernier compte principalement des opérateurs de Tiers 2 dont le nombre d'abonnés varie.

En 2023, Netgem a réalisé 57 % de son chiffre d'affaires en Europe, hors France. Parmi ses principaux marchés européens, la Finlande se distingue avec un partenariat avec Elisa Viihde, une plateforme IPTV et agrégateur de contenu OTT. Elisa Viihde compte environ 300 000 abonnés et contribue à la solide présence de Netgem dans la région.

Netgem a aussi renforcé sa position en Suisse depuis 2014, grâce à un accord avec l'opérateur Net+, qui comptait alors 75 000 abonnés. Aujourd'hui, cette base a triplé, atteignant plus de 220 000 abonnés, témoignant de l'expansion continue de l'entreprise.

Au Royaume-Uni, Netgem s'est associé en 2021 avec TalkTalk Group, le plus grand fournisseur de réseau haut débit du pays, qui dessert 96 % de la population avec ses 4,2 millions de clients. Ce partenariat a permis à Netgem de consolider sa présence dans ce marché très concurrentiel.

Netgem soutient également Post Luxembourg, premier opérateur de télécommunications au Luxembourg, renforçant ainsi sa position sur le marché européen

Clients européens du groupe



Source : Société, EuroLand Corporate

- **Des clients de renom en France (43% du CA en 2023)**

En France, le groupe de divertissement numérique a réalisé près de 14,9 M€ de chiffre d'affaires soit 43% de ses revenus en 2023.

Cette même année, Netgem a fait l'acquisition d'Éclair Préservation et Éclair Valorisation. Détaillées précédemment (page 13), ces sociétés comptabilisent 2,5 M€ de CA en 2023.

Clients de Netgem en France



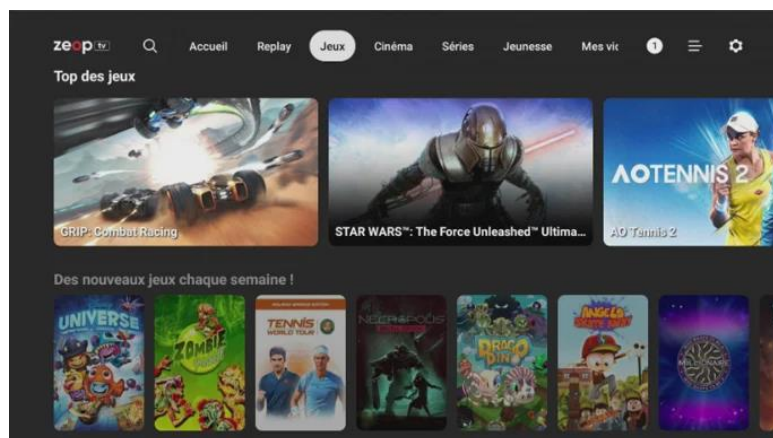
Source : Société

zeop

Focus sur Zeop, client vitrine de Netgem

Aujourd'hui l'un des plus importants clients de Netgem, Zeop est le premier opérateur alternatif dans les DROM COM. La société utilise son propre réseau de fibre optique et de câbles coaxiaux. Zeop propose une offre triplay qui comprend des services tels que l'internet très haut débit, la télévision et téléphone fixe ainsi qu'une offre de téléphonie mobile avec internet mobile illimité. Le premier opérateur indépendant de fibre optique à la Réunion a signé un partenariat avec Netgem en février 2024 afin de proposer à ses 100 000 abonnés le produit commercialisé sous le nom de « Zeop gaming by Pleio ».

Plateforme de ZEOP



Source : Zeop

Une offre toujours plus large

Afin d'alimenter son offre de contenu disponible sur sa plateforme Netgem.tv, Netgem s'appuie sur des partenaires reconnus mondialement. De la télévision à la vidéo à la demande en passant par le Cloud Gaming et les FAST channels, Netgem diversifie progressivement son catalogue et enrichit l'expérience clients des opérateurs.

Partenaires de contenus digitaux



Source : Société

Les FAST Channels

Depuis 2023, Netgem a ajouté une nouvelle corde à son arc pour attirer les opérateurs en quête de contenus, les FAST Channels. La FAST tv, second marché internet de la télévision (Free ad-supported streaming TV), est un modèle où les programmes sont diffusés d'une part en streaming gratuitement et d'une autre financé par la publicité. Sur le marché de l'AVOD (Advertising Supported Video on Demand), ce contenu représente un nouveau moyen de consommation des chaînes commerciales. Bien développé aux États-Unis, ce dernier est encore peu présent en France. En partenariat avec All3Media International, Netgem dispose d'un catalogue de 130+ chaînes pour ses clients en Angleterre sans frais supplémentaires. Le spécialiste de l'édition de contenus se rémunère grâce à la publicité et partage les revenus avec les opérateurs.

Par exemple, les chaînes FAST sont intégrées dans le service TV de l'opérateur Net+ en Suisse. La société a annoncé en 2024, l'extension de son service d'agrégation de chaînes FAST, appelé 'FAST Lane' à 2 pays supplémentaires, après avoir développé commercialement 130 chaînes FAST au Royaume-Uni, en Irlande et à Gibraltar depuis quatre ans.

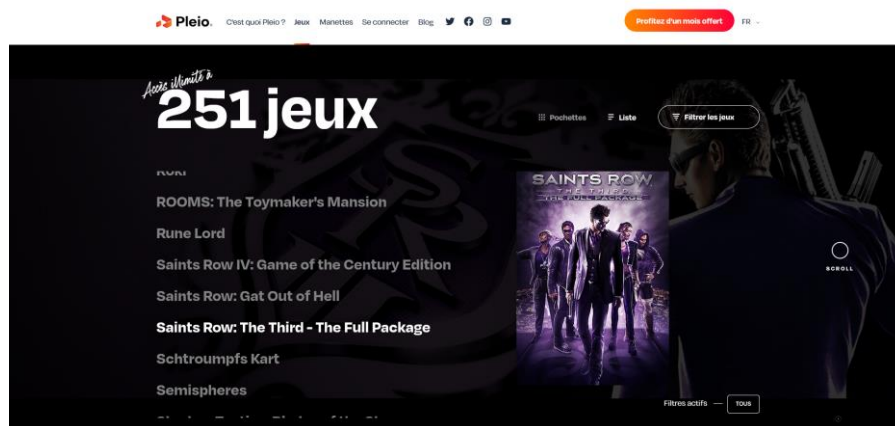
Acquisition des actifs de Gamestream

En 2023, Netgem a d'abord signé un partenariat avec Gamestream, leader mondial des solutions de Cloud Gaming en marque blanche à destination du B2B. Ce partenariat a pour but la commercialisation d'une offre supplémentaire à destination des clients Netgem. Le 24 octobre 2024, Netgem a annoncé l'acquisition des actifs sous le régime de reprise, sans obligation de prise du passif de Gamestream. C'est une étape puisqu'elle transforme le profil du groupe de distributeur-intégrateur à opérateur dans le domaine du gaming. En terme de base clients, Gamestream représente plus de 500 000 abonnés répartis entre la France, l'Indonésie, les Emirats Arabes Unis, l'Inde ou encore la Slovénie.

Sous la marque Pleio, Gamestream dispose d'un catalogue de jeux vidéo qualité console 'AAA' accessible via sa technologie de Cloud Gaming. Proposée aux opérateurs télécoms, ce catalogue de plus de 200 jeux vidéos s'adresse à tous les utilisateurs selon leur intérêt, sports, réflexion, aventure, adultes et enfants, la plateforme est accessible sur smartphone, tablette, PC, décodeur TV 4K ou Smart TV.

Accessible sans consoles, sans besoin de télécharger le jeu, l'offre est déjà commercialisée au prix de 9,99€ par mois chez Bouygues Telecom qui a signé un contrat avec Netgem assurant la distribution et l'intégration exclusive de la technologie et des contenus en Europe.

Plateforme Gaming en streaming: Pleio pour Bouygues Telecom



Source : Pleio games

Cette offre supplémentaire vient renforcer le profil de créateur de solutions de Netgem. Ici, la société répond au besoin des opérateurs télécoms d'augmenter le revenu par abonné grâce à des services innovants. Cette acquisition devrait avoir un impact positif sur les résultats dès 2025 selon le management.

Marché du divertissement et de la télévision 2.0

Phénomène de « cord-cutting » et développement de l'OTT

Le terme « cord-cutting » fait référence à la décision des foyers de résilier leur abonnement à la télévision par câble ou satellite. Avec la montée en popularité des services de streaming, cette tendance a profondément modifié la consommation télévisuelle. En 2020 et aux États-Unis, on comptait 31,2 millions de foyers ayant adopté le cord-cutting, un chiffre qui devrait grimper à environ 46,6 millions d'ici 2024.

Le cord-cutting

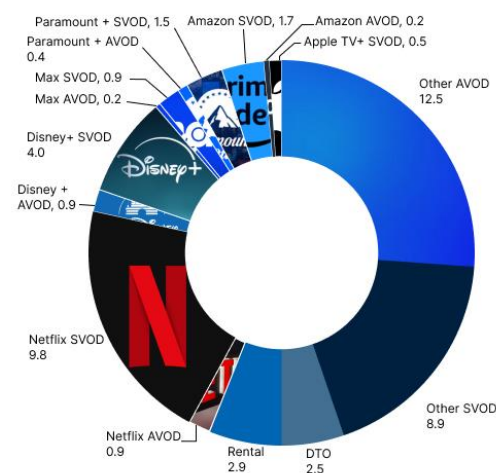


Source : AmazonAds, Euroland Corporate

De par ce phénomène, le marché de l'OTT connaît un essor croissant permettant aux éditeurs de développer directement leurs propres plateformes ou d'être distribués via des services locaux ou mondiaux.

Le terme OTT (« Over The Top ») désigne du contenu multimédia diffusé en continu sur internet. Dans ce marché on retrouve les services de streaming par abonnement, permettant aux consommateurs d'accéder à des contenus à la demande sans passer par un fournisseur traditionnel tel que le satellite ou par câble. Le contenu multimédia est donc accessible sur tout type d'appareils, en particulier les téléviseurs connectés, les téléphones mobiles, tablettes et consoles.

Europe de l'Ouest: revenus OTT par plateforme d'ici 2029 (Mds\$)



Source : AmazonAds, EuroLand Corporate

Selon Digital TV Research, les revenus issus des services de télévision et de films en streaming (OTT) en Europe de l'Ouest devraient augmenter de 55% d'ici 2029. Cette croissance devrait faire passer les 31 Mds\$ générés en 2023 à 48 Mds\$ en 2029. Le Royaume-Uni, déjà leader dans ce secteur, devrait continuer à représenter une part importante du marché OTT, contribuant à hauteur de 18% en 2029. Cette augmentation devrait se matérialiser notamment grâce à la croissance des services de streaming financés principalement par la publicité.

Pay-per-view : le marché de la TV on Demand (TVoD)

Le pay-per-view, ou paiement à la séance, désigne la diffusion de films ou séries à l'unité. Dans ce domaine, Netgem propose une plateforme à la demande, VIVA by Videofutur. En Europe, ce marché est estimé à 3,85 Mds€ en 2024, avec une croissance de 7,8% d'après Statista. Bien que cette croissance tende à ralentir, elle devrait tout de même se poursuivre dans les prochaines années, avec un taux de croissance annuel composé de 5,5% entre 2024 et 2027.

Forte croissance de l'IPTV, conséquence du « cord-cutting »

L'IPTV est un acronyme pour « Internet Protocol Television ». On utilise internet pour transmettre des émissions de télévision et des films en direct ou à la demande, le plus généralement sous la forme d'une box ou d'un décodeur. L'IPTV est une méthode par laquelle un service de télévision numérique est fourni aux abonnés utilisant la technologie du protocole internet via une connexion haut débit ou internet.

Le marché de la télévision sur protocole internet a connu une croissance significative ces dernières années, tirée par la demande croissante de vidéo sur demande et de chaînes haute définition, ainsi qu'une augmentation de la demande d'investissements alternatifs. L'utilisation accrue des technologies de transformation numérique et l'utilisation croissante des appareils mobiles ont une influence bénéfique sur le développement de l'industrie. Également, l'adoption croissante de la 5G apparaît comme une tendance importante quant au développement du marché.

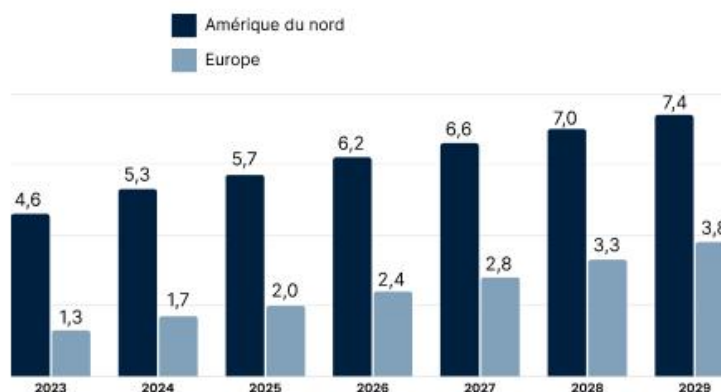
La différence que va apporter l'IPTV par rapport à la télévision par satellite réside dans les offres proposées. En plus de la télévision, les IPTV permettent d'avoir accès à des options supplémentaires comme l'enregistrement de programmes ou la possibilité de regarder des programmes en replay.

Selon une étude de l'Arcom, l'IPTV a un excellent taux de pénétration en France puisqu'il est le mode d'accès à la télévision le plus présent. En effet, 70% des foyers sont équipés de cette technologie.

FAST channels

Le marché des FAST channels (Free Ad-Supported Streaming TV), très développé aux États-Unis, connaît une croissance rapide à l'échelle mondiale. En France, les services de vidéo à la demande financée par la publicité (AVoD) et les chaînes FAST ont généré 15 M€ en 2022, un montant triplé en seulement un an selon une étude de Médiamétrie et NPA Conseil. Les chaînes FAST offrent aujourd'hui un accès à une large gamme de contenus. Netgem distribue ces chaînes gratuites financées par la publicité et partage les revenus avec les opérateurs. De nombreux acteurs, comme TF1, M6+ et France TV, ont réorienté leur modèle de contenu vers des options gratuites, créant ainsi de nouvelles opportunités pour Netgem.

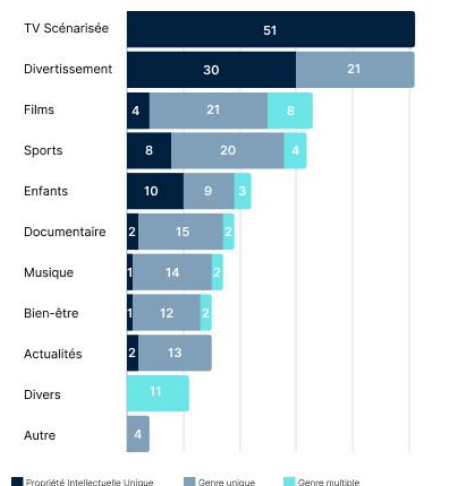
Prévisions de revenus FAST par Région (en Mds\$)



Source : Variety VIP+Digital TV Research (Octobre 2023), Euroland Corporate

L'Europe devrait connaître une augmentation des revenus liés aux FAST Channels à un TCAM de 22% d'ici 2029.

Genres de chaînes FAST lancées en Europe



Source : Variety VIP+Digital TV Research (Octobre 2023), Euroland Corporate

Des efforts qui portent leurs fruits

Un recentrage stratégique opéré depuis 2023

2023 a marqué un tournant pour les activités de Netgem. L'éditeur français de contenus a confirmé sa transformation initiée en 2020, avec un modèle d'affaires désormais rentable et récurrent. A travers son marché de la *Digital Entertainment Technology*, le groupe historiquement très tourné vers la distribution et les opérateurs télécoms a élargi son marché adressable en adressant ses services auprès des éditeurs notamment grâce aux acquisitions des sociétés Éclair Digital Services et Éclair Préservation.

En 2023, Netgem a publié un CA en baisse de -2% à 35,6 M€. La sortie progressive du hardware est venue balancer la forte progression des revenus récurrents. Dans le détail, le revenu récurrent a progressé de +55% par rapport à 2022, soit 22,3 M€. Concernant le CA non récurrent, qui comporte en particulier la vente de Box ainsi que des frais d'activation de service, ce dernier est ressorti en retrait à 13,3 M€, conformément à la stratégie du groupe de sortie des activités hardware.

Mieux margé, le revenu récurrent a porté la MB à 22 M€, une croissance de +10% qui a permis au groupe d'afficher un taux de marge brute à 62% (vs 55%). De manière générale, la rentabilité du groupe s'est fortement appréciée sur l'exercice grâce à une marge brute en progression portée par des revenus plus rentables ainsi que par la bonne gestion de coûts opérationnels. L'EBITDA s'est amélioré de +14% pour s'établir à 7,8 M€ (vs 6,8 M€) et le ROC a été pour la première fois depuis 4 ans positif à 0,4 M€ contre une perte de 2,1 M€ l'année précédente.

Malgré un BFR négatif de -2,7 M€, le CFO est ressorti à 5,8 M€ (vs 7 M€). Suite à l'acquisition des sociétés EP et EDS, les CAPEX se sont élevés à 4,6 M€, le FCF est donc ressorti à 1,2 M€, un niveau deux fois supérieur à l'année précédente (0,6 M€). Déjà en position de cash net positif grâce à l'augmentation de capital de 5 M€ réalisée le 23/06, le bilan de Netgem a continué de s'assainir. La solidité de son bilan lui a permis de réaliser non seulement ses acquisitions précédemment énoncées, mais également la distribution d'un dividende de 0,05€ par action.

D'importantes variations de périmètre à prendre en compte

Cession activité Fibre France, La Fibre Videofutur

Le 20 mars 2023, Netgem a annoncé la finalisation de la cession de son activité Fibre France à Nordnet, filiale d'Orange.

En termes financier, l'activité Fibre France a généré un chiffre d'affaires de 4,7 M€ ainsi qu'une marge brute de 1,4 M€ en 2022. Cette opération s'inscrit dans l'exécution de la stratégie de recentrage d'activité désormais B2B2C de Netgem, et a eu un impact positif de l'ordre de 3 M€ sur la trésorerie du groupe.

Rachat des sociétés Éclair, EDS et EP

L'acquisition des sociétés Éclair, EDS et EP, détaillée en page 13, a été finalisée en juillet 2023. Netgem a payé une valeur d'entreprise de 4,0 M€, répartie en 3,4 M€ pour la valeur des actions et 0,6 M€ pour la dette nette reprise. En 2023, ces sociétés ont réalisé un chiffre d'affaires de 5,0 M€ avec une marge d'EBITDA d'environ 10%.

Les flux financiers liés aux différentes opérations réalisées par Netgem se détaillent ainsi :

- Cession d'activité : Impact positif de 3 M€ grâce à la vente de l'activité Fibre.
- Acquisitions : 7,4 M€ de coûts liés à l'acquisition de EP et EDS (4 M€) ainsi qu'au rachat des parts minoritaires de Netgem France ex-Vitis (3,4 M€).

Financement des opérations :

- Utilisation de 1,8 M€ de la trésorerie disponible et reprise d'une dette de 0,6 M€.
- Augmentation de capital réservée de 5 M€ à 1,20€ par action, souscrite par la CDC (3 M€) et Manco (2 M€), la holding de Jean Mizrahi, ancien propriétaire des entités Éclair.

Post-opération, la CDC détient 7% du capital et Manco 5%, les nouveaux actionnaires étant désormais représentés au conseil d'administration.

Périmètre de consolidation de VITIS:

VITIS (désormais Netgem France) est la filiale du groupe Netgem dédiée à l'activité en France.

Cette société est spécialisée dans la commercialisation d'une offre très haut débit, dont l'activité comprend 1/ la distribution directe aux consommateurs de contenus audiovisuels sous la marque « Videofutur » et 2/ la distribution indirecte s'appuyant sur sa plateforme vidéo à la demande, via des opérateurs Fournisseurs d'accès internet.

2016 - Acquisition de Vitis : En 2016, Netgem a créé Vitis pour lancer une offre de services de télévision via la fibre, sous la marque VidéoFutur. Netgem détenait une participation majoritaire dans Vitis, visant à diversifier ses activités en entrant sur le marché des services de divertissement numérique en B2B. Cet investissement stratégique a permis à Netgem d'intégrer des solutions de télévision connectée et de vidéo à la demande.

2019 - Partenariat stratégique avec la Banque des Territoires : En 2019, la Banque des Territoires (filiale de la Caisse des Dépôts et présente au capital de Vitis depuis 2016) s'est renforcée au capital de Vitis à hauteur de 30%. Cette opération visait à soutenir l'expansion de l'offre de télévision par fibre de Vitis dans les zones peu denses, tout en réduisant la part de Netgem dans le capital. Après cette opération, Netgem détenait environ 53% de Vitis.

2023 –Finalisation du recentrage et nouvelle stratégie : En 2023, Netgem a poursuivi une stratégie de recentrage sur ses activités cœur autour de la fourniture de services TV et de divertissement. La participation de Netgem dans Vitis a évolué dans ce contexte, et le groupe détient depuis cette année 100% de la filiale. De plus, en février 2023, le groupe a annoncé la cession la cession de son activité B2C Fibre France fibres à Nordnet.

Prévisions sur les trois prochaines années

Désormais organisé autour de deux pôles, entre les activités aux revenus récurrent (plateforme Netgem.tv, EDP) et les activités aux revenus non récurrents (EDS, plateforme VOD), le groupe a généré un CA sur les six premiers mois de 2024 de 16,7 M€, en recule de 8% par rapport à l'année précédente. Les trois axes de la stratégie de Netgem s'articulent autour de 1/ la croissance organique des revenus récurrents, 2/ l'amélioration de la rentabilité et 3/ la génération de cash.

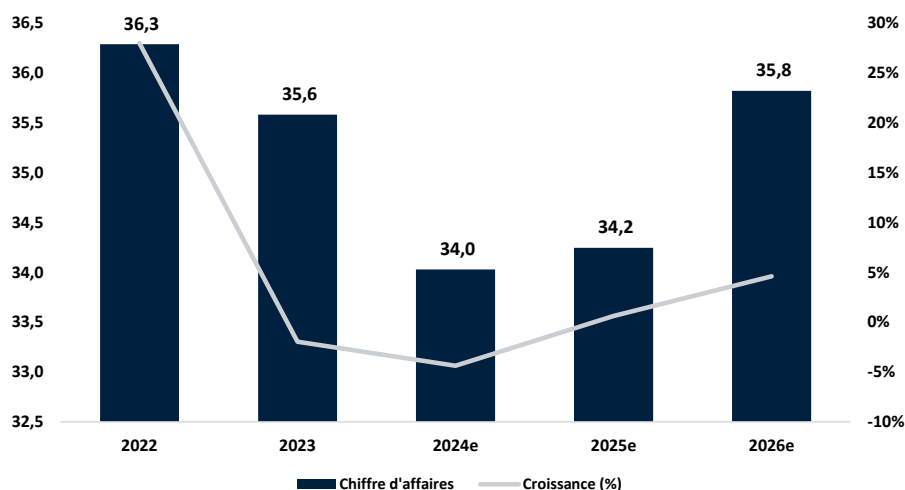
Nous prévoyons un retour à la croissance en 2025

Lors des résultats annuels 2023, le management a réitéré sa confiance sur les perspectives et a confirmé son objectif de croissance des revenus récurrents de l'ordre de 10% en 2024. Sur le premier semestre de l'année, les revenus récurrents ont progressé de +16% à 11,7 M€ (vs 10,1 M€ au S1 2023).

Si l'année 2024 semble bien partie pour atteindre voir dépasser les objectifs, les années suivantes devraient être sur une trajectoire similaire. Cette croissance devrait se matérialiser grâce à un effet volume (par l'augmentation de la base d'abonnés) et par un effet ARPU (upselling grâce aux nouveaux produits, Cloud Gaming et FAST Channels). Toutefois, cette progression ne devrait pas totalement compenser la baisse sur la partie non récurrente liée à la vente de box mais devrait néanmoins permettre l'amélioration de la marge brute.

Nous attendons sur 2024 un CA en léger recul, marqué par une progression des revenus récurrents mais surtout par une diminution plus importante des revenus HW. L'équilibre devrait néanmoins être atteint dès 2025 et permettre au groupe de retrouver le chemin de la croissance.

Prévisions de CA 2022-2026e (en M€)



Source : Euroland Corporate

Détails prévisions de CA 2023-2026e (en M€)

	2023	2024e	2025e	2026e
Revenus non récurrents	13,3	9,5	8,0	8,0
<i>Croissance (%)</i>		-29%	-16%	0%
Revenus récurrents	22,3	24,5	26,2	27,8
<i>Croissance (%)</i>		10%	7%	6%

Source : Euroland Corporate

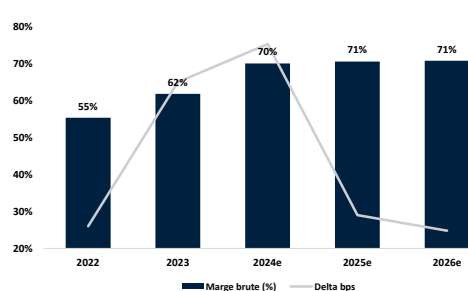
Un fort levier attendu sur les marges

Les revenus récurrents générés par Netgem, par nature mieux margés sont amenés à impacter positivement la rentabilité du groupe. Sur le premier semestre de l'année, la marge brute du groupe a affiché une croissance de +17% à 11,7 M€ (vs 10 M€ Au S1 2023), ce qui correspond à un taux de 70%, soit +200 pbs par rapport l'année précédente. Malgré une activité en léger recul, l'EBITDA a progressé de +7% à 4 M€ (vs 3,8 M€ l'année précédente) soit un taux de marge de 24%, une augmentation de +300 pbs.

Concernant les prochains exercices, les éléments suivants illustrent le potentiel de progression du niveau de rentabilité du groupe :

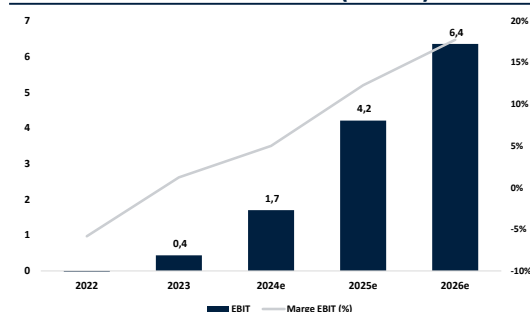
- Grâce à un mix produits plus favorable, la marge brute devrait selon nous graviter autour des 70% (vs 56,8% en moyenne sur les cinq dernières années). En effet, la part plus importante de revenus récurrents devrait soutenir l'évolution positive.
- À cela s'ajoute une optimisation continue des coûts opérationnels. Les OPEX de Netgem devraient rester stables, les revenus récurrents n'entraînant pas d'augmentation significative des coûts. Tirée par l'augmentation de la marge brute, nous prévoyons une marge d'EBITDA de 25% à l'horizon 2025 (vs 22% en 2023).
- De plus, un facteur clé de la rentabilité future est l'évolution des DAP du groupe. Les DAP liés aux équipements immobilisés fournis aux abonnés devraient diminuer significativement, en raison de la décision du groupe de rediriger ses activités, abandonnant son modèle historique de ventes de box. Par ailleurs, après avoir pris en compte les amortissements liés aux PPA de Vitis (désormais Netgem France) qui s'étendent jusqu'en 2025, le ROC devrait connaître une trajectoire de croissance marquée. Nous prévoyons 3,7 M€ en 2024 et 6,3 M€ en 2025.

Prévisions Marge brute 2022-2026e (en %)



Source : Euroland Corporate

Prévisions ROC 2022-2026e (en M€)



Source : Euroland Corporate

Évolution du P&L 2022-2026e (en M€)

M€	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Chiffre d'affaires	36,3	35,6	34,0	34,2	35,8
Croissance (%)	28%	-2%	-4%	1%	5%
EBE	6,7	7,8	7,5	8,6	9,0
Marge (%)	19%	22%	22%	25%	25%
ROC	-2,1	0,4	1,7	4,2	6,4
Marge (%)	-6%	1%	5%	12%	18%
Résultat net part du groupe	0,1	0,5	1,6	3,6	5,3
Marge (%)	0%	2%	5%	11%	15%

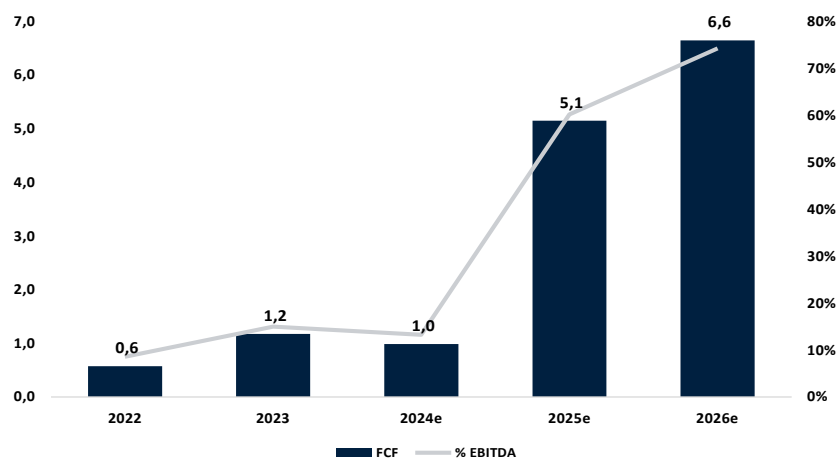
Source : Euroland Corporate

Une génération de cash attendue bien meilleure

En tenant compte des perspectives de développement du groupe, nous estimons que Netgem devrait continuer à accroître son FCF au cours des prochaines années. Pour rappel, celui-ci s'élevait à 1,2 M€ en 2023.

Nous prévoyons une augmentation du CFO à 6,1 M€ en 2024, puis à 7,4 M€ en 2025 (contre 5,8 M€ en 2023), portée par la progression du résultat net à 3,2 M€ en 2024 et 5,1 M€ en 2025. Après une période d'investissements conséquents, les CAPEX (qui étaient jusqu'à maintenant liés à l'IPTV) devraient diminuer, avec une estimation de 2,7 M€ en 2024 et 1,6 M€ en 2025, contre 4,6 M€ en 2023.

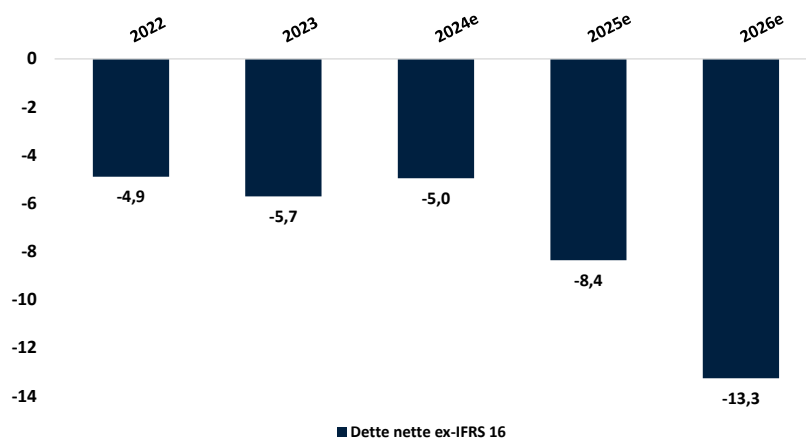
Estimations de FCF 2022-2026e (en M€)



Source : Euroland Corporate

Ces perspectives d'amélioration de la génération de cash devraient permettre à Netgem de continuer de renforcer son bilan. Nous estimons que la position de trésorerie nette du groupe (déjà positive à fin 2023) atteindra près de 10,8 M€ d'ici 2025.

Évolution de la dette nette, 2022-2026e (en M€)



Source : Euroland Corporate

Une politique de retour à l'actionnaire

A noter que le groupe verse déjà un dividende à ses actionnaires. Pour 2024, ce dernier était de 0,05 €, soit un payout de 54%. Selon nos conversations avec le management, la situation financière de Netgem devrait permettre de poursuivre cette politique sur les années à venir. A ce titre nous prévoyons un dividende stable en absolu.

Netgem, fort de la solidité de son bilan et de sa capacité à augmenter sa trésorerie dans les années à venir, semble bien positionné pour saisir des opportunités de croissance externe. Si le groupe continue sur cette trajectoire, il pourrait envisager des acquisitions ou des partenariats stratégiques pour élargir son offre de services ou renforcer sa présence sur de nouveaux marchés.

PAYSAGE CONCURRENTIEL

The logo for agile content, with 'agile' in white and 'content' in white with a green dot over the 'o'.

Agile content : Développe des solutions tels que la fourniture d'applications TV et OTT en offrant une technologie et une gestion de bout en bout. Capitalisant 82 M€ et disposant d'un business model dont 77% des revenus sont récurrents, la société espagnole fondée en 2007 possède l'un des modèles économique les plus proches de Netgem.

The logo for Alchimie, with 'Alchimie' in blue and green.

Alchimie : Entreprise française qui capitalise 2 M€. Conçoit des plateformes de streaming vidéo OTT en marque blanche. Propose également des solutions de distribution et de marketing. Dispose d'un catalogue international (plus de 50k heures).

The logo for Aferian plc, with 'Aferian plc' in purple.

Aferian : Aferian est une société anglaise de services de streaming B2B. Cotée à la London Stock Exchange, elle capitalise 3,3 M£. A travers ses deux sociétés 24i et Amino, le groupe a généré 47,8 M\$ en 2023. Un CA en décroissance de -48% comparée à l'année précédente qui se décompose comme suit : Device revenue 21,3 M\$ (vs 67,0 M\$), Software and services revenue 26,6 M\$ (vs 24,1 M\$).

The logo for NAGRA KUDELSKI GROUP, with 'NAGRA' in red and 'KUDELSKI GROUP' in black.

Kudelski : Entreprise suisse de premier plan en cybersécurité et solutions numériques pour la télévision payante, se distingue par ses deux segments principaux : la télévision numérique intégrée (iDTV) et les systèmes d'accès sécurisé. Dans le segment iDTV, Kudelski propose des solutions d'accès conditionnel, permettant aux opérateurs de télévision numérique de fournir des services protégés à grande échelle. Avec environ 1 800 employés et un chiffre d'affaires de 750 M\$, Kudelski est un acteur incontournable pour les solutions de sécurité numérique et d'accès conditionnel dans le secteur audiovisuel mondial.

Valorisation de NETGEM

Pour valoriser la société, nous avons retenu la méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie (DCF) et celle des comparables boursiers.

Valorisation par les DCF

Les principales hypothèses de notre valorisation par les DCF sont les suivantes :

- **Croissance du chiffre d'affaires** : Nous tablons sur une poursuite de la croissance jusqu'en 2027 puis une croissance normative dégressive jusqu'en 2033.
- **Rentabilité opérationnelle** : Nous prenons l'hypothèse d'une marge normative de 17,7 % à partir de 2027.
- **Investissements** : Après une période d'investissements importante, compte tenu de la diminution des CAPEX liés à l'IPTV nous faisons l'hypothèse d'une diminution des investissements à un rythme moindre de 3,0 %, tout au long du DCF.
- **Horizon du DCF** : Etant donné la visibilité du business sur le long terme, nous modélisons notre DCF sur un horizon temporel de 10 ans (2033).
- **Un taux d'actualisation (WACC) de 9,90% basé sur :**
 - un taux sans risque de 3,15% (OAT 10 ans au 08/11/2024) ;
 - une dette financière nette estimée de -5,16 M€ en 2023
 - une prime de risque de 4,49%
 - un bêta de 1,5
 - un taux de croissance à l'infini de 1%

Hypothèses retenues pour le calcul du WACC

Calcul du WACC	
Taux sans risque (OAT 10 ans)	3,16%
Prime de risque	4,49%
Bêta endetté	1,50
Coût moyen pondéré du capital	9,90%

Source : EuroLand Corporate

Tableau des DCF

En K€	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e
Chiffre d'affaires	34 030	34 247	35 822	37 285	38 616	39 796	40 808	41 636	42 266	42 689
variation (%)	-4,4%	0,6%	4,6%	4,1%	3,6%	3,1%	2,5%	2,0%	1,5%	1,0%
Résultat opérationnel courant	1 704	4 208	6 355	6 615	6 851	7 061	7 240	7 387	7 499	7 574
MOC (%)	5,0%	12,3%	17,7%	17,7%	17,7%	17,7%	17,7%	17,7%	17,7%	17,7%
- Impôts	-347	-798	-1 163	-1 654	-1 713	-1 765	-1 810	-1 847	-1 875	-1 893
Taux d'IS (%)	18,0%	18,0%	18,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
+ DAP nettes	5 000	3 600	2 600	2 479	2 333	2 162	1 969	1 756	1 525	1 281
en % du CA	14,7%	10,5%	7,3%	6,6%	6,0%	5,4%	4,8%	4,2%	3,6%	3,0%
Cash flow opérationnel	6 357	7 010	7 792	7 441	7 471	7 458	7 399	7 296	7 149	6 961
BFR	-1 233	-756	-576	-600	-621	-640	-656	-670	-680	-687
en % du CA	-3,6%	-2,2%	-1,6%	-1,6%	-1,6%	-1,6%	-1,6%	-1,6%	-1,6%	-1,6%
- Variation du BFR	-2 087	-477	-180	24	21	19	16	13	10	7
- Investissements opérationnels	-3 505	-1 610	-1 075	-1 119	-1 158	-1 194	-1 224	-1 249	-1 268	-1 281
en % du CA	10,3%	4,7%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Free Cash flow	765	4 924	6 537	6 346	6 334	6 283	6 191	6 060	5 891	5 687
Free Cash flow actualisé	697	4 078	4 927	4 352	3 954	3 569	3 200	2 851	2 522	2 216
Valeur par action	1,76									

Source : Euroland Corporate

Matrice de sensibilité

		Taux de croissance à l'infini				
		0,00%	0,50%	1,00%	1,50%	2,00%
C	9,74%	1,7	1,6	1,6	1,7	1,8
M	10,24%	1,6	1,5	1,5	1,6	1,7
P	10,74%	1,5	1,5	1,5	1,5	1,6
C	11,24%	1,5	1,4	1,4	1,5	1,5
	11,74%	1,4	1,4	1,4	1,4	1,5

source : Euroland Corporate

Notre valorisation de Netgem par DCF ressort à 1,76€ par action avec un WACC de 9,90%.

agile content

CASTADIVAGROUP
We Make Things Happen

Présentation des comparables cotés retenus

Agile Content SA développe des solutions tels que la fourniture d'applications TV et OTT en offrant une technologie et une gestion de bout en bout. Capitalisant 82 M€ et disposant d'un business model dont 77% des revenus sont récurrents, la société espagnole fondée en 2007 possède l'un des modèles économique les plus proches de Netgem.

Kudelski SA, entreprise suisse de premier plan en cybersécurité et solutions numériques pour la télévision payante, se distingue par ses deux segments principaux : la télévision numérique intégrée (iDTV) et les systèmes d'accès sécurisé. Dans le segment iDTV, Kudelski propose des solutions d'accès conditionnel, permettant aux opérateurs de télévision numérique de fournir des services protégés à grande échelle. Avec environ 1 800 employés et un chiffre d'affaires de 750 M\$, Kudelski est un acteur incontournable pour les solutions de sécurité numérique et d'accès conditionnel dans le secteur audiovisuel mondial.

Vogo SA est une entreprise innovante spécialisée dans les solutions de diffusion live et de replay audio et vidéo, conçues pour les spectateurs et les professionnels du sport. Pour les professionnels, Vogo propose des outils avancés d'analyse et d'aide à la décision, utilisés dans des domaines comme l'arbitrage, le diagnostic médical et le coaching. Côté spectateurs, la société enrichit l'expérience en stade en offrant un accès en temps réel à des contenus multi-caméras via smartphones ou tablettes. Le groupe capitalise 18 M€ et a réalisé un chiffre d'affaires de 9,6 M€ en 2023.

Wedia SA est une société spécialisée dans les solutions SaaS et le conseil pour les départements marketing et communication. Elle accompagne ses clients dans la gestion complète du cycle de vie de leurs contenus marketing, notamment audiovisuels, en facilitant leur création, leur organisation et leur diffusion sur tous les canaux, qu'ils soient physiques ou digitaux. Avec un chiffre d'affaires de près de 14 M€ en 2023, Wedia s'impose comme un partenaire clé pour les entreprises souhaitant optimiser la visibilité et l'impact de leurs contenus marketing dans un écosystème multicanal.

Casta Diva Group SpA est une entreprise italienne spécialisée dans la production de films publicitaires et d'événements, et joue un rôle de premier plan dans le secteur de la communication et du contenu de marque. Elle offre une large gamme de services, des productions publicitaires et programmes télévisés aux événements d'entreprise, vidéos virales et spectacles en direct, intégrant même l'IA dans ses campagnes. Casta Diva a réalisé un chiffre d'affaires de 111 M€ en 2023 et capitalise aujourd'hui près de 27 M€.

Valorisation par les comparables boursiers

Nous avons sélectionné un échantillon de société de l'écosystème, évoluant dans l'univers audiovisuel.

Consensus des analystes sur les comparables

	Capitalisation (€M)	Dette nette	VE	Sales			EBITDA			EBIT		
				2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e
Agile Content SA	81	19	100	105,3	110,2	118,4	10,7	12,5	14,9	4,7	5,7	7,4
Kudelski SA	75	-68	6	399,2	433,5	475,4	11,0	14,5	22,1	-13,6	2,8	9,7
Vogo SA	18	2	21	12,9	17,2	21,1	0,7	1,7	2,4	-0,9	0,3	1,0
Wedia SA	26	1	27	14,1	14,8	15,6	3,0	3,3	3,9	1,2	1,5	2,0
Casta Diva Group S.p.A.	26	2	28	119	131	146	12	14	16	8	10	12
Moyenne	45,3	-8,8	36,5	130,1	141,4	155,3	7,4	9,2	11,9	-0,2	4,0	6,5
Médiane	26,4	1,9	27,2	105,3	110,2	118,4	10,7	12,5	14,9	1,2	2,8	7,4

Source : Factset au 08/11/2024

Nous avons retenu les multiples VE/CA, VE/EBITDA et VE/EBIT pour nos estimations de Netgem.

Multiples de valorisation

Société	Capitalisation (€M)	Dette nette	VE	EV/sales			EV/EBITDA			EV/EBIT		
				2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e
Agile Content SA	81	19	100	1,0x	0,9x	0,8x	9,4x	8,0x	6,7x	21,5x	17,7x	13,6x
Kudelski SA	75	-68	6	0,0x	0,0x	0,0x	0,6x	0,4x	0,3x	ns	2,3x	0,7x
Vogo SA	18	2	21	1,6x	1,2x	1,0x	27,8x	11,9x	8,7x	ns	ns	19,6x
Wedia SA	26	1	27	1,9x	1,8x	1,7x	9,1x	8,2x	7,0x	22,6x	18,1x	13,6x
Casta Diva Group S.p.A.	26	2	28	0,2x	0,2x	0,2x	2,4x	2,0x	1,7x	3,7x	2,8x	2,3x
Moyenne	45,3	-8,8	36,5	0,9x	0,8x	0,8x	9,9x	6,1x	4,9x	16,0x	10,3x	9,9x
Médiane	26,4	1,9	27,2	1,0x	0,9x	0,8x	9,1x	8,0x	6,7x	21,5x	10,3x	13,6x

Source : Factset au 08/11/2024

En retenant une décote de 10%, nous obtenons une valorisation de 1,31€ par action avec la méthode des comparables boursiers.

Au global, notre valorisation (50% DCF et 50% comparables) ressort à 1,54€ par action. Etant donné le potentiel de hausse supérieur à 15%, notre recommandation est à l'Achat

Tableau Synthèse

Compte de résultat (K€)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Chiffre d'affaires	30 281	28 318	36 291	35 583	34 030	34 247	35 822
Excédent brut d'exploitation	-5 280	-3 678	6 714	7 837	7 453	8 562	8 955
Résultat opérationnel courant	-6 020	-4 418	-2 122	437	1 704	4 208	6 355
Résultat opérationnel	4 227	-3 693	-2 248	331	1 958	4 466	6 496
Résultat financier	-93	-88	-71	-64	-33	-33	-33
Impôts	-16	481	1 004	423	-347	-798	-1 163
Mise en équivalence	0	0	0	0	0	0	0
Part des minoritaires	3 068	1 989	1 423	-149	0	0	0
Résultat net part du groupe	7 186	-1 311	108	541	1 579	3 635	5 300
Bilan (K€)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Actifs non courants	28 996	27 111	23 270	24 036	22 541	20 551	19 025
dont goodwill	12 008	12 008	10 446	11 704	11 704	11 704	11 704
BFR	-4 495	-4 837	-5 238	-3 320	-1 233	-756	-576
Disponibilités + VMP	10 197	6 442	6 161	6 598	5 840	9 244	14 145
Capitaux propres	25 819	25 880	23 802	25 052	24 886	26 777	30 332
Emprunts et dettes financières	8 371	2 430	2 858	2 019	2 019	2 019	2 019
Total Bilan	51 412	43 845	47 099	43 200	40 564	42 261	46 424
Tableau de flux (K€)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Marge brute d'autofinancement	1 429	5 557	7 322	8 556	6 579	7 235	7 900
Variation de BFR	2 817	887	-261	-2 730	-2 087	-477	-180
Flux nets de trésorerie généré par l'activité	4 246	6 444	7 061	5 826	4 492	6 758	7 719
CAPEX nets	-8 097	-6 419	-6 275	-1 743	-3 505	-1 610	-1 075
FCF	-3 851	25	786	4 083	987	5 148	6 645
Augmentation de capital	300	0	0	4937	0	0	0
Variation emprunts	3 262	-3 404	-242	-1 116	0	0	0
Dividendes versés	0	0	-877	-1 464	-1 744	-1 744	-1 744
Flux nets de trésorerie liés au financement	3 533	-3 398	-1 296	2 528	-1 744	-1 744	-1 744
Variation de trésorerie	1 715	-3 755	-282	436	-758	3 404	4 900
Ratios (%)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Variation chiffre d'affaires	19,9%	-6,5%	28,2%	-2,0%	-4,4%	0,6%	4,6%
Marge EBE	-17,4%	-13,0%	18,5%	22,0%	21,9%	25,0%	25,0%
Marge opérationnelle courante	-19,9%	-15,6%	-5,8%	1,2%	5,0%	12,3%	17,7%
Marge opérationnelle	14,0%	-13,0%	-6,2%	0,9%	5,8%	13,0%	18,1%
Marge nette	23,7%	-4,6%	0,3%	1,5%	4,6%	10,6%	14,8%
CAPEX (% CA)	26,7%	22,7%	17,3%	4,9%	10,3%	4,7%	3,0%
BFR (% CA)	-14,8%	-17,1%	-14,4%	-9,3%	-3,6%	-2,2%	-1,6%
ROCE	-16,4%	-14,9%	-8,8%	1,6%	6,0%	15,9%	25,8%
ROCE hors GW	-32,1%	-32,3%	-21,0%	3,6%	13,3%	39,0%	70,7%
ROE	29,6%	-5,5%	0,5%	2,2%	6,3%	13,6%	17,5%
Payout	0,0%	0,0%	0,0%	322,4%	110,5%	48,0%	32,9%
Dividend yield	0,0%	0,0%	0,0%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%
Ratios d'endettement	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Gearing (%)	-7,1%	-15,5%	-13,9%	-18,3%	-15,4%	-27,0%	-40,0%
Dettes nettes/EBE	0,3	1,1	-0,5	-0,6	-0,5	-0,8	-1,4
EBE/charges financières	46,3	83,6	559,5	237,5	225,8	259,4	271,4
Valorisation	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Nombre d'actions (en milliers)	30 721,1	30 721,1	30 721,1	34 887,7	34 887,7	34 887,7	34 887,7
Nombre d'actions moyen (en milliers)	30 721,1	30 721,1	30 721,1	34 887,7	34 887,7	34 887,7	34 887,7
Cours (moyenne annuelle en euros)	1,0	1,3	1,2	1,1	1,0	1,0	1,0
(1) Capitalisation boursière moyenne	31 028	40 245	37 787	36 632	36 283	36 283	36 283
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-) ex IFRS 16	-2 675	-4 393	-4 889	-5 713	-4 955	-8 359	-13 260
(3) Valeur des minoritaires	1 515	1 840	340	0	0	0	0
(4) Valeur des actifs financiers	0	0	0	0	0	0	0
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)- (4)	29 868	37 692	33 238	30 919	31 328	27 924	23 024
VE/CA	1,0	1,3	0,9	0,9	0,9	0,8	0,6
VE/EBE	-5,7	-10,2	5,0	3,9	4,2	3,3	2,6
VE/ROC	-5,0	-8,5	-15,7	70,8	18,4	6,6	3,6
P/E	4,3	-30,7	349,9	67,7	23,0	10,0	6,8
P/B	1,2	1,6	1,6	1,5	1,5	1,4	1,2
P/CF	7,3	6,2	5,4	6,3	8,1	5,4	4,7
FCF yield (%)	-12,9%	0,1%	2,4%	13,2%	3,1%	18,4%	28,9%
Données par action (€)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Bnpa	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2
Book value/action	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7	0,8	0,9
Dividende /action	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1

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 12/11/2024

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 Netgem (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