

Capitalisation	35,2	Ticker	ALNTG-FR	Divertissement
Objectif de cours	1,55 €	Nb de titres (en millions)	34,89	Flash
Cours au 27/03/2025	1,01 €	Volume moyen 12m (titres)	18 748	28/03/2025
Potentiel	53,5%	Extrêmes 12m (€)	0,67€/1,19€	

## L'accent mis sur la rentabilité

### A retenir

- Une rentabilité 2024 supérieur à nos estimations
- Un bilan toujours très solide, cash net 7,0 M€
- OC réitéré à 1,55€, soit un upside de +63,5% et une valorisation peu exigeante

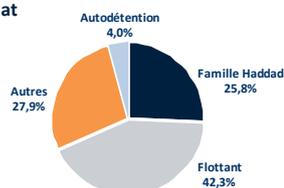
#### Données financières (en M€)

au 31/12	2023	2024e	2025e	2026e
CA	35,6	33,8	34,2	35,8
var %	-2,0%	-5,0%	1,3%	4,6%
EBE	7,8	8,4	8,7	9,1
% CA	22,0%	24,9%	25,5%	25,5%
ROC	0,4	2,1	4,4	6,5
% CA	1,2%	6,2%	12,8%	18,2%
RN	0,5	2,0	3,8	5,4
% CA	1,5%	5,8%	11,0%	15,2%
Bnpa (€)	0,02	0,06	0,11	0,16
ROCE (%)	1,6%	8,0%	18,1%	29,4%
ROE (%)	2,2%	7,8%	13,8%	17,6%
Gearing (%)	-18,3%	-23,1%	-34,6%	-47,0%
Dette nette	-5,7	-7,0	-10,6	-15,7
Dividende n (€)	-1,5	-1,7	-1,7	-1,7
Yield (%)	4,8%	5,0%	5,0%	5,0%

#### Multiples de valorisation

	2023	2024e	2025e	2026e
VE/CA (x)	0,9	0,8	0,7	0,5
VE/EBE (x)	3,9	3,4	2,8	2,1
VE/ROC (x)	70,8	13,5	5,6	3,0
P/E (x)	67,7	17,9	9,3	6,5

#### Actionnariat



#### Performances boursières



#### Publication du chiffre d'affaires annuel 2024

Après avoir publié un chiffre d'affaires annuel 2024 de 33,8 M€, en baisse de -5% sur un an, Netgem a dévoilé hier ses résultats annuels. Ces derniers sont marqués par une nette amélioration de la profitabilité. L'EBITDA progresse de +8% à 8,4 M€ (marge de 24,9%), le ROC bondit à 2,1 M€ (+425%) et le résultat net atteint 2,0 M€, soit une hausse de +300%. Ces performances dépassent nos anticipations (+8,5% vs notre estimation d'EBITDA, +5,2% sur le ROC et +8,4% sur le RN).

Le management se montre confiant pour 2025 et anticipe une nouvelle année de croissance de la rentabilité.

#### Un modèle rentable et résilient

Les revenus récurrents représentent désormais 69,8% du chiffre d'affaires total et progressent de +6% à 23,6 M€ (vs 22,3 M€ en 2023), soutenus par une dynamique commerciale favorable dans les télécoms et une base d'abonnés streaming qui atteint 700 000 foyers en Europe. Cette évolution du mix en faveur des revenus récurrents, par nature mieux margés, a permis à la marge brute d'atteindre 23,6 M€, soit un taux de marge de 69,8% (+803 bps vs l'année précédente).

Les OPEX ont augmenté de +7%, principalement en raison de 1/ l'intégration des sociétés Eclair Préservation et Eclair Digital Services ainsi qu'à 2/ la reprise de l'activité Gamestream. Malgré ces éléments, l'EBITDA ressort à 8,4 M€, au-dessus de nos attentes (7,7 M€e). Après prise en compte des amortissements, notamment ceux liés aux box, le ROC bondit et s'établit à 2,1 M€ (vs 0,4 M€ en 2023). Le résultat net atteint 2,0 M€, soit près de trois fois le niveau de l'année précédente (0,7 M€).

#### Une génération de cash robuste, qui ouvre des perspectives

En 2024, Netgem a généré un FCF de 2,4 M€ (vs -2,7 M€ en 2023), également supérieur à nos prévisions. Cette performance est attribuable à un CFO solide de 7,0 M€, tandis que le BFR n'a progressé que de 0,6 M€ (vs 2,7 M€ en 2023), notamment grâce à la baisse des stocks (-0,3 M€, vs -2,0 M€ un an plus tôt). Ce niveau de BFR devrait désormais se stabiliser. Les investissements



ont représenté -4,7 M€ (vs -7,9 M€ en 2023), et les flux de financement s'établissent à -2,0 M€, incluant majoritairement le dividende versé (1,7 M€). Au total, la trésorerie ressort en hausse de +0,4 M€.

Avec une position de trésorerie nette hors IFRS 16 portée à 6,0 M€ (vs 4,6 M€ fin 2023), Netgem continue de présenter un bilan bien capitalisé. Ce qui permet au groupe de confirmer sa politique de retour à l'actionnaire avec le maintien d'un dividende de 0,5 centimes par action.

#### Perspectives et estimations

Pour 2025, Netgem prévoit une accélération de sa dynamique commerciale grâce à l'élargissement de sa base clients télécoms et au développement de nouveaux produits destinés à stimuler la croissance de ses activités.

Avec une trésorerie nette hors IFRS 16 de 6,0 M€ à fin 2024, le groupe dispose également d'une marge de manœuvre suffisante pour lui permettre d'envisager des acquisitions stratégiques.

Suite à cette publication, nous ajustons à la marge nos prévisions de rentabilité pour 2025 et attendons désormais un EBE de 8,7 M€e (vs 8,6M€), soit un taux de marge de 25,5% (+65 bps) ainsi qu'un ROC de 4,4 M€e (vs 4,2 M€).

#### Recommandation

Nous réitérons notre recommandation à Achat et notre objectif de cours de 1,55€ sur le titre, objectif qui fait ressortir un potentiel de +55,0%. A ce stade, le titre se traite sur des multiples inférieurs à 3x VE/EBITDA 2025, un niveau que nous jugeons décorrélé des fondamentaux de la société.



## Présentation de la société

Historiquement positionné comme un acteur clé du marché du hardware à travers ses box internet, Netgem a amorcé un virage stratégique majeur dès 2020 en se repositionnant sur une offre SaaS via sa plateforme Netgem.tv. Le groupe bénéficie d'une expertise reconnue dans l'édition de contenus et adopte une stratégie de montée en gamme pour maximiser la création de valeur sur un marché en quête de nouveaux relais de croissance.

Netgem repose désormais sur deux segments d'activité :

1. La plateforme B2B2C Netgem.tv, offrant un service par abonnement à destination des opérateurs télécoms en quête d'amélioration de leur ARPU.
2. Des activités non récurrentes, qui complètent son modèle économique.

Ce repositionnement stratégique a permis au groupe d'améliorer significativement la qualité de ses revenus, désormais majoritairement récurrents (63% du mix en 2023), et de renforcer sa capacité à générer du cash.

## Argumentaire d'investissement

**Un virage stratégique payant :** Depuis 2021, Netgem a délaissé progressivement son activité historique de fourniture de box pour se recentrer sur son service Netgem.tv. Ce pivot a permis une forte croissance des revenus récurrents (+55% en 2023) et une amélioration notable de la rentabilité, avec une marge brute atteignant 61,8% (+648,8 bps) et un FCF positif de 1,2 M€. La société anticipe un TCAM de +7,7% des revenus récurrents sur la période 2023-2026 et une marge d'EBITDA de 25% à horizon 2026.

**Une position bilancielle saine :** Avec une trésorerie nette de 5,7 M€, Netgem dispose des ressources nécessaires pour poursuivre sa stratégie de croissance externe tout en offrant des retours attractifs à ses actionnaires. Cette solidité financière confère au groupe une flexibilité stratégique précieuse pour saisir de nouvelles opportunités.

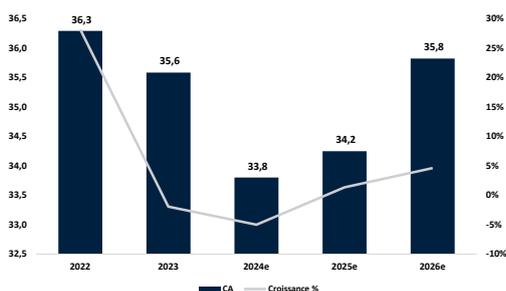
**Une valorisation attractive :** Malgré une amélioration franche des fondamentaux, l'action Netgem semble sous-valorisée. Elle se traite à des multiples attractifs sur nos estimations 2025e: 3,3x EV/EBITDA, 6,6x EV/EBIT, 10,0x P/E 2025e

Le marché peine encore à bien cerner le repositionnement stratégique du groupe, offrant une opportunité d'investissement intéressante. La combinaison d'une trésorerie nette solide, d'une réorientation vers une croissance rentable et d'une génération de cash en nette amélioration nous conduit à initier une recommandation à l'Achat.

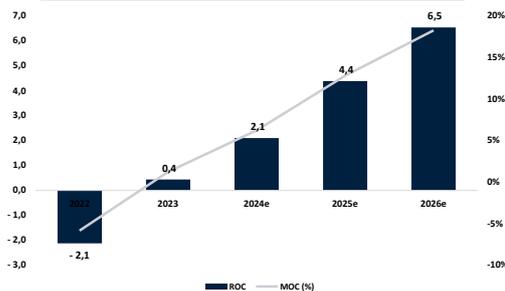
## Multiples de valorisation des comparables

Société	Capitalisation (€M)	Dettes nettes	VE	EV/sales			EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
				2025e	2026e	2027e	2025e	2026e	2027e	2025e	2026e	2027e	2025e	2026e	2027e
Agile Content SA	62,7	15,0	77,7	0,7x	0,6x		4,6x	3,9x		9,7x	6,5x		10,4x		
Kudelski SA	68,4	-38,2	30,1				6,3x	1,4x	0,3x	ns	2,6x	0,3x	11,6x	1,0x	
Vogo SA	16,2	2,0	18,2	1,3x	1,0x	0,8x	14,6x	10,2x	7,1x		22,5x	7,8x	30,6x	10,4x	
<b>Moyenne</b>	<b>49,1</b>	<b>-7,1</b>	<b>42,0</b>	<b>1,0x</b>	<b>0,8x</b>	<b>0,8x</b>	<b>8,5x</b>	<b>5,2x</b>	<b>3,7x</b>	<b>9,7x</b>	<b>10,5x</b>	<b>4,1x</b>	<b>17,6x</b>	<b>5,7x</b>	
<b>Médiane</b>	<b>62,7</b>	<b>2,0</b>	<b>30,1</b>	<b>1,0x</b>	<b>0,8x</b>	<b>0,8x</b>	<b>6,3x</b>	<b>3,9x</b>	<b>3,7x</b>	<b>9,7x</b>	<b>6,5x</b>	<b>4,1x</b>	<b>11,6x</b>	<b>5,7x</b>	

## Prévisions de CA 2022-2026e (M€, %)



## Prévisions de ROC 2022- 2026 (M€, %)



Compte de résultat (K€)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Chiffre d'affaires	30 281	28 318	36 291	35 583	33 800	34 247	35 822
Excédent brut d'exploitation	-5 280	-3 678	6 714	7 837	8 400	8 733	9 135
<b>Résultat opérationnel courant</b>	<b>-6 020</b>	<b>-4 418</b>	<b>-2 122</b>	<b>437</b>	<b>2 100</b>	<b>4 380</b>	<b>6 535</b>
Résultat opérationnel	4 227	-3 693	-2 248	331	2 354	4 637	6 675
Résultat financier	-93	-88	-71	-64	-300	-31	-31
Impôts	-16	481	1 004	423	-82	-829	-1 196
Mise en équivalence	0	0	0	0	0	0	0
Part des minoritaires	3 068	1 989	1 423	-149	0	0	0
<b>Résultat net part du groupe</b>	<b>7 186</b>	<b>-1 311</b>	<b>108</b>	<b>541</b>	<b>1 972</b>	<b>3 777</b>	<b>5 448</b>
Bilan (K€)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Actifs non courants	28 996	27 111	23 270	24 036	23 268	21 278	19 752
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	-3 576	-3 172	-3 068
<b>Disponibilités + VMP</b>	<b>10 197</b>	<b>6 442</b>	<b>6 161</b>	<b>6 598</b>	<b>7 750</b>	<b>11 368</b>	<b>16 493</b>
Capitaux propres	25 819	25 880	23 802	25 052	25 280	27 312	31 015
Emprunts et dettes financières	8 371	2 430	2 858	2 019	1 919	1 919	1 919
<b>Total Bilan</b>	<b>51 412</b>	<b>43 845</b>	<b>47 099</b>	<b>43 200</b>	<b>41 135</b>	<b>43 308</b>	<b>47 613</b>
Tableau de flux (K€)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Marge brute d'autofinancement	1 429	5 557	7 322	8 556	7 472	7 377	8 048
Variation de BFR	2 817	887	-261	-2 730	256	-404	-104
<b>Flux nets de trésorerie généré par l'activité</b>	<b>4 246</b>	<b>6 444</b>	<b>7 061</b>	<b>5 826</b>	<b>7 728</b>	<b>6 973</b>	<b>7 944</b>
CAPEX nets	-8 097	-6 419	-6 275	-1 743	-4 732	-1 610	-1 075
<b>FCF</b>	<b>-3 851</b>	<b>25</b>	<b>786</b>	<b>4 083</b>	<b>2 996</b>	<b>5 363</b>	<b>6 870</b>
Augmentation de capital	300	0	0	4937	0	0	0
Variation emprunts	3 262	-3 404	-242	-1 116	-100	0	0
Dividendes versés	0	0	-877	-1 464	-1 744	-1 744	-1 744
<b>Flux nets de trésorerie liés au financement</b>	<b>3 533</b>	<b>-3 398</b>	<b>-1 296</b>	<b>2 528</b>	<b>-1 844</b>	<b>-1 744</b>	<b>-1 744</b>
Variation de trésorerie	1 715	-3 755	-282	436	1 152	3 619	5 125
Ratios (%)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Variation chiffre d'affaires	19,9%	-6,5%	28,2%	-2,0%	-5,0%	1,3%	4,6%
Marge EBE	-17,4%	-13,0%	18,5%	22,0%	24,9%	25,5%	25,5%
<b>Marge opérationnelle courante</b>	<b>-19,9%</b>	<b>-15,6%</b>	<b>-5,8%</b>	<b>1,2%</b>	<b>6,2%</b>	<b>12,8%</b>	<b>18,2%</b>
Marge opérationnelle	14,0%	-13,0%	-6,2%	0,9%	7,0%	13,5%	18,6%
Marge nette	23,7%	-4,6%	0,3%	1,5%	5,8%	11,0%	15,2%
CAPEX (% CA)	26,7%	22,7%	17,3%	4,9%	14,0%	4,7%	3,0%
BFR (% CA)	-14,8%	-17,1%	-14,4%	-9,3%	-10,6%	-9,3%	-8,6%
ROCE	-16,4%	-14,9%	-8,8%	1,6%	8,0%	18,1%	29,4%
<b>ROCE hors GW</b>	<b>-32,1%</b>	<b>-32,3%</b>	<b>-21,0%</b>	<b>3,6%</b>	<b>19,7%</b>	<b>51,3%</b>	<b>98,4%</b>
ROE	29,6%	-5,5%	0,5%	2,2%	7,8%	13,8%	17,6%
Payout	0,0%	0,0%	0,0%	322,4%	88,5%	46,2%	32,0%
Dividend yield	0,0%	0,0%	0,0%	4,8%	5,0%	5,0%	5,0%
Ratios d'endettement	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Gearing (%)</b>	<b>-7,1%</b>	<b>-15,5%</b>	<b>-13,9%</b>	<b>-18,3%</b>	<b>-23,1%</b>	<b>-34,6%</b>	<b>-47,0%</b>
Dettes nette/EBE	0,3	1,1	-0,5	-0,6	-0,7	-1,1	-1,6
EBE/charges financières	46,3	83,6	559,5	237,5	28,0	278,4	291,2
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	35 237	35 237	35 237
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-) ex IFRS 16	-2 675	-4 393	-4 889	-5 713	-6 965	-10 583	-15 708
(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	28 272	24 653	19 528
<b>VE/CA</b>	<b>1,0</b>	<b>1,3</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>0,7</b>	<b>0,5</b>
VE/EBE	-5,7	-10,2	5,0	3,9	3,4	2,8	2,1
<b>VE/ROC</b>	<b>-5,0</b>	<b>-8,5</b>	<b>-15,7</b>	<b>70,8</b>	<b>13,5</b>	<b>5,6</b>	<b>3,0</b>
P/E	4,3	-30,7	349,9	67,7	17,9	9,3	6,5
P/B	1,2	1,6	1,6	1,5	1,4	1,3	1,1
P/CF	7,3	6,2	5,4	6,3	4,6	5,1	4,4
<b>FCF yield (%)</b>	<b>-12,9%</b>	<b>0,1%</b>	<b>2,4%</b>	<b>13,2%</b>	<b>10,6%</b>	<b>21,8%</b>	<b>35,2%</b>
Données par action (€)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Bnpa	0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,2
<b>Book value/action</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,8</b>	<b>0,9</b>
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 novembre 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 <sup>®</sup>
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

