

## Accumuler (vs Achat)

<b>Objectif de cours</b>	<b>1,50 € (vs 2,50 €)</b>
Cours au 02/05/2023	1,39 €
<b>Potentiel</b>	<b>7,9%</b>

## Données valeur

ALORD.PA / ALORD.FP	
Euronext Growth	
Capitalisation (M€)	4,4
Nb de titres (en millions)	3,2
Volume moyen 12 mois (titres)	7 079
Extrêmes 12 mois	122 € 2,00 €

## Performances boursières

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	-22,0%	-12,7%	-15,2%	-25,0%
Perf CAC Small	0,7%	1,3%	-4,6%	-8,8%

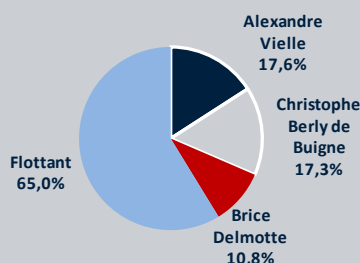
## Données financières (en M€)

au 31/12	2021	2022e	2023e	2024e
CA	4,5	11,8	11,9	12,0
var %	-4,9%	162,7%	1,0%	1,0%
EBE	-0,4	0,6	0,7	0,7
% CA	-8,4%	5,1%	5,8%	5,8%
ROC	-0,8	0,1	0,1	0,2
% CA	-17,3%	0,4%	1,2%	1,3%
RN	-0,8	0,3	0,3	0,3
% CA	-17,1%	2,3%	2,2%	2,3%
Bnpa (€)	-0,24	0,08	0,08	0,09
ROCE (%)	-9,6%	0,6%	1,4%	1,4%
ROE (%)	-13,1%	4,4%	4,1%	4,1%
Gearing (%)	-8,3%	10,4%	11,1%	19,6%
Dette nette	-0,5	0,6	0,7	1,3
Dividende n (€)	0,0	0,0	0,0	0,0
Yield (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

## Multiples de valorisation

	2021	2022e	2023e	2024e
VE/CA (x)	1,2	0,3	0,2	0,3
VE/EBE (x)	ns	6,0	4,3	5,0
VE/ROC (x)	ns	68,5	21,4	23,4
P/E (x)	ns	18,9	16,9	16,0

## Actionnariat



## Décroissance organique compensée par l'intégration de Pix Star

## Publication des résultats annuels 2022

Ordissimo publie des résultats 2022 globalement en deçà de nos attentes et tirés par l'intégration comptable de Pix Star. Le CA ressort à 11,8 M€ (+163%) et la rentabilité du groupe revient en territoire positif avec un EBE de 0,6 M€ (vs -0,4 M€ en 2021) et un RN de 0,3 M€ (vs -0,8 M€) suite à la cession de Senioralis. Hors Pix Star, les résultats de la société sont plutôt mitigés. Ordissimo affiche par ailleurs de la prudence quant à ses perspectives 2023.

## Apport déterminant de Pix Star

Sur les 11,8 M€ de revenus générés sur l'exercice, 8,7 M€ ont été apportés par l'intégration de Pix Star. Deux observations sont à apporter: 1/ l'acquisition d'Ordissimo n'a pas connu la croissance sur l'année, l'activité étant fortement impactée par un marché américain globalement sous tension et 2/ sur le périmètre historique, le CA d'Ordissimo ressort en recul de plus de 30% (3,0 M€ vs 4,5 M€ en 2021) dans un contexte économique incertain. La société a notamment subi un repli important des commandes provenant des GSS et des grossistes. En revanche, les ventes directes aux particuliers, bien qu'elles ne représentent qu'une part marginale du mix du groupe, ont progressé de +5% sur la période, et celles de services de +6,5%.

## Retour à la rentabilité

Sous l'effet de la contribution positive de Pix Star à la marge du groupe et d'un bien meilleur contrôle des charges opérationnelles, notamment de personnel (-0,2 M€ sur l'année), l'EBITDA du groupe ressort dans le vert, à 0,6 M€. Après prise en compte des DAP, d'une évolution défavorable du dollar et surtout de la cession de Senioralis (0,5 M€), le RN du groupe s'élève à 0,3 M€ sur l'exercice. Le retour aux bénéficiaires est donc atteint, même s'il est principalement dû à des one-offs (Senioralis) et à l'intégration technique de Pix Star.

## Un bilan à surveiller

La société présente une structure financière un peu alourdie au 31 Décembre 2022 du fait de l'émission d'un emprunt (1,2 M€) destiné à financer l'acquisition de Pix Star. La dette nette d'Ordissimo s'établit ainsi à 0,6 M€ (vs -0,8 M€ en 2021). La société réfléchit à renforcer davantage sa structure financière.

## Perspectives

Tant sur son business organique que sur Pix Star, l'exercice 2023 devrait à nouveau être compliqué pour Ordissimo (concurrence intense, marchés au ralenti), qui table sur un redémarrage de ses ventes au S2, et plus précisément au T3. A court terme, et hors activités secondaires (Ordissimo Finance), nous ne voyons pas vraiment de catalyseurs susceptibles d'avoir un impact matériel sur la croissance du groupe et sa rentabilité.

A plus long terme, le plein potentiel de l'acquisition, notamment en termes de marge, ne devrait pas être atteint avant 2025 étant donné l'impact du coût de la licence sur les différents soldes de gestion. A noter, par ailleurs, le départ de l'un des trois fondateurs de la société, qui restera toutefois administrateur d'Ordissimo et gérant d'Ordissimo Finance. Il s'est engagé à conserver au minimum 30% de sa participation (qui s'élève à un peu moins de 20% du capital) dans les 18 prochains mois.

## Recommandation

Etant donné 1/ la revue à la baisse de notre BP, 2/ le manque de catalyseurs à CT et 3/ la prudence du management sur 2023, nous revoyons notre objectif de cours à 1,50 € (vs 2,50 €) et dégradons notre recommandation à Accumuler (vs Achat).

## Analyste

Pierre LAURENT  
01 44 70 20 78  
pl Laurent@elcorp.com



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

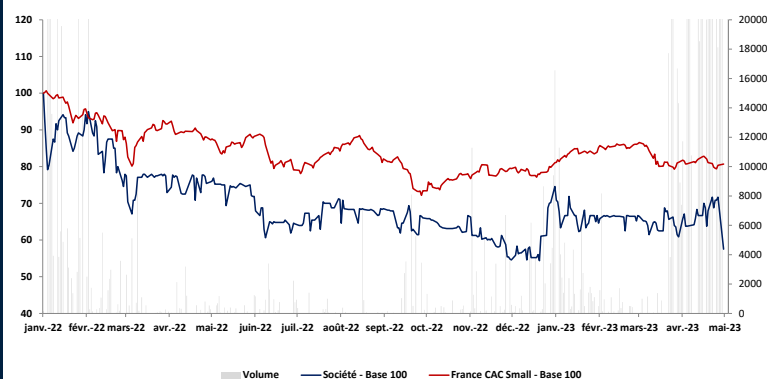
## Présentation de la société

Pionnier de la « Silver Technology » depuis sa création en 2002, Ordissimo conçoit, développe et commercialise des solutions technologiques spécifiquement dédiées aux seniors (ordinateurs portables, ordinateurs fixes, tablettes, smartphones).

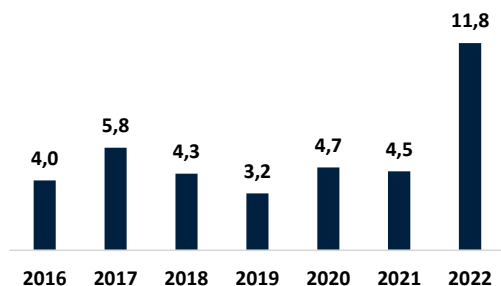
La société peut également capitaliser sur le développement d'une forte communauté, appelée Ordissinautes, qui devrait, à termes, être une source de revenus complémentaires fortement contributifs.

En 2022, Ordissimo a réalisé une acquisition structurante, celle de Pix Star, leader américain des cadres photos connectés. A l'aide de synergies technologiques, territoriales et économiques, le deal devrait permettre à Ordissimo de tripler son chiffre d'affaires et de retourner à un résultat net positif normatif.

## Evolution du cours (base 100)



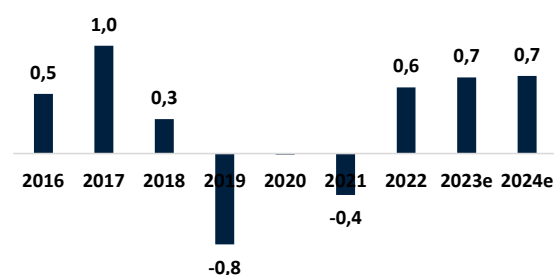
## Evolution du CA (en M€)



## Argumentaire d'investissement

- **Un marché porteur.** Bien positionné sur le numérique, véritable moteur de la Silver Economie, Ordissimo adresse le marché des seniors, qui représentera près de 200 Mds€ en 2030, dont près du tiers portera uniquement sur les Silver Technologies. Son essor sera porté à la fois par la démographie, où la pyramide des âges est avantageuse pour le business d'Ordissimo, mais aussi par un taux d'équipement qui devrait fortement progresser.
- **Un modèle « clé en main ».** Le modèle de la société lui permet de produire avec flexibilité en sous-traitant l'ensemble du processus de fabrication en Asie. Pour la distribution, Ordissimo dispose de nombreux partenariats, ainsi que de multiples canaux de vente.
- **Une communauté à leverager.** Afin de compléter son écosystème digital et technologique, Ordissimo est parvenu à fédérer au fur et à mesure du temps une importante communauté de clients, qui peut se retrouver sur un site dédié. Site dont l'audience est, par définition, largement monétisable.
- **Une acquisition structurante.** Annoncée en janvier 2022, l'acquisition de Pix Star devrait faire rentrer la société dans une nouvelle dimension et déboucher sur de nombreuses synergies. Nous en identifions principalement trois types: technologiques, territoriales et financières : Pix Star a réalisé 7,6 M\$ de CA en 2021, pour un résultat net positif. Cette acquisition devrait donc être, de fait, relative pour Ordissimo, toute chose égale par ailleurs.

## Evolution de l'EBE (en M€)



## Multiples de valorisation des comparables

Société	Capitalisation	EV/sales			EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
		2023e	2024e	2025e	2023e	2024e	2025e	2023e	2024e	2025e	2023e	2024e	2025e
Fnac Darty SA	938,9	0,2x	0,2x	0,2x	3,6x	3,2x	3,1x	8,9x	7,6x	6,9x	10,6x	8,0x	7,0x
Doro AB	32,8	0,4x	0,4x	0,4x	4,5x	4,3x	4,0x	12,4x	7,3x	6,2x	14,9x	9,1x	7,9x
Groupe LDLC SA	127,4	0,2x	0,2x	0,1x	4,1x	3,1x	2,5x	6,1x	4,5x	3,9x	9,5x	7,9x	6,5x
Bigben Interactive SA	99,1	0,6x	0,5x	0,5x	2,3x	2,4x	1,9x	5,9x	4,6x	3,6x	6,6x	4,6x	3,2x
Innelec Multimedia SA	15,7	0,1x	0,1x	0,1x	3,8x	3,2x	3,0x	5,7x	4,6x	4,1x	6,3x	4,8x	4,1x
Logitech International S.A.	8 929,9	2,1x	1,9x	1,8x	14,2x	11,6x	11,8x	16,3x	12,8x	13,0x	23,8x	19,0x	18,0x
<b>Moyenne</b>	<b>1 690,6</b>	<b>0,6x</b>	<b>0,6x</b>	<b>0,5x</b>	<b>5,4x</b>	<b>4,6x</b>	<b>4,4x</b>	<b>9,2x</b>	<b>6,9x</b>	<b>6,3x</b>	<b>11,9x</b>	<b>8,9x</b>	<b>7,8x</b>
<b>Médiane</b>	<b>113,3</b>	<b>0,3x</b>	<b>0,3x</b>	<b>0,3x</b>	<b>3,9x</b>	<b>3,2x</b>	<b>3,0x</b>	<b>7,5x</b>	<b>6,0x</b>	<b>5,2x</b>	<b>10,1x</b>	<b>7,9x</b>	<b>6,8x</b>

### Analyste

Pierre LAURENT

01 44 70 20 78

plaurant@elcorp.com



Compte de résultat (M€)	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Chiffre d'affaires	3,2	4,7	4,5	11,8	11,9	12,0
<b>Excédent brut d'exploitation</b>	<b>-0,8</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,6</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>
Résultat opérationnel courant	-1,2	-0,4	-0,8	0,1	0,1	0,2
Résultat opérationnel	-1,2	-0,4	-0,8	0,1	0,1	0,2
Résultat financier	0,0	-0,1	-0,1	-0,4	-0,1	-0,1
Impôts	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Résultat net part du groupe</b>	<b>-1,0</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,8</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>
Bilan (M€)	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Actifs non courants	1,4	1,7	3,7	3,8	3,8	3,7
<i>dont goodwill</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>
BFR	1,4	2,4	1,6	2,9	3,3	4,2
<b>Disponibilités + VMP</b>	<b>4,2</b>	<b>2,3</b>	<b>2,0</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>0,2</b>
Capitaux propres	6,7	6,0	5,9	6,1	6,4	6,7
Emprunts et dettes financières	0,3	0,3	1,5	1,5	1,5	1,5
<b>Total Bilan</b>	<b>8,0</b>	<b>7,5</b>	<b>8,7</b>	<b>11,4</b>	<b>11,6</b>	<b>12,0</b>
Tableau de flux (M€)	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Marge Brute d'autofinancement	-1,0	0,0	-0,4	0,8	0,8	0,8
Variation de BFR	0,3	-1,0	0,7	-1,3	-0,4	-0,9
<b>Flux net de trésorerie généré par l'activité</b>	<b>-0,7</b>	<b>-1,0</b>	<b>0,4</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>-0,1</b>
Investissements opérationnels nets	-0,6	-0,7	-0,5	-0,6	-0,5	-0,5
Investissements financiers nets	0,0	0,0	-2,0	0,0	0,0	0,0
<b>Flux nets de trésorerie liés aux investissements</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,7</b>	<b>-2,4</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,5</b>
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,8	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	0,0	-0,2	1,0	0,0	0,0	0,0
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Flux nets de trésorerie liés au financement</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,2</b>	<b>1,7</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Variation de l'endettement financier net	-1,3	-1,9	-0,3	-1,1	-0,1	-0,6
Ratios (%)	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Variation chiffre d'affaires</b>	<b>-25,7%</b>	<b>45,9%</b>	<b>-4,9%</b>	<b>162,7%</b>	<b>1,0%</b>	<b>1,0%</b>
Marge EBE	-25,4%	-0,2%	-8,4%	5,1%	5,8%	5,8%
<b>Marge opérationnelle courante</b>	<b>-35,7%</b>	<b>-7,9%</b>	<b>-17,3%</b>	<b>0,4%</b>	<b>1,2%</b>	<b>1,3%</b>
Marge opérationnelle	-35,7%	-7,9%	-17,3%	0,4%	1,2%	1,3%
Marge nette	-32,3%	-7,6%	-17,1%	2,3%	2,2%	2,3%
Capex (% CA)	18,2%	15,1%	10,8%	5,4%	4,2%	4,2%
BFR (% CA)	42,0%	50,1%	36,8%	25,0%	28,0%	35,4%
<b>ROCE</b>	<b>-28,2%</b>	<b>-6,1%</b>	<b>-9,6%</b>	<b>0,6%</b>	<b>1,4%</b>	<b>1,4%</b>
ROCE hors GW	-28,2%	-6,1%	-9,6%	0,6%	1,4%	1,4%
ROE	-15,7%	-5,9%	-13,1%	4,4%	4,1%	4,1%
Payout	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dividend yield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ratios d'endettement	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Gearing (%)</b>	<b>-59,2%</b>	<b>-33,1%</b>	<b>-8,3%</b>	<b>10,4%</b>	<b>11,1%</b>	<b>19,6%</b>
Dettes nette/EBE	4,8	221,4	1,3	1,1	1,0	1,9
EBE/charges financières	620,1	0,1	7,3	1,6	9,2	9,3
Valorisation	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Nombre d'actions (en millions)	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2
Nombre d'actions moyen (en millions)	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2
Cours (moyenne annuelle en euros)	4,4	3,6	2,5	1,6	1,6	1,6
(1) Capitalisation boursière moyenne	14,0	11,5	8,0	5,1	5,1	5,1
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	-3,9	-2,0	-0,5	0,6	0,7	1,3
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(4) Valeur des actifs financiers	0,2	0,2	2,2	2,2	2,2	2,2
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	9,8	9,3	5,3	3,6	3,6	4,2
<b>VE/CA</b>	<b>2,1</b>	<b>1,5</b>	<b>1,2</b>	<b>0,3</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>
VE/EBE	ns	ns	ns	6,0	4,3	5,0
<b>VE/ROC</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>68,5</b>	<b>21,4</b>	<b>23,4</b>
P/E	ns	ns	ns	18,9	16,9	16,0
P/B	1,7	1,5	1,4	0,8	0,7	0,7
Données par action (€)	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Bnpa</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>
Book value/action	2,1	1,9	1,8	1,9	2,0	2,1
Dividende /action	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

## Analyste

Pierre LAURENT

01 44 70 20 78

plarent@elcorp.com



**Système de recommandations :**

Les recommandations d'EuroLand Corporate portent sur les douze prochains mois et sont définies comme suit :

**Achat** : Potentiel de hausse du titre supérieur à 15% en absolu par rapport au cours actuel, assorti d'une qualité des fondamentaux.

**Accumuler** : Potentiel de hausse du titre compris entre 0% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.

**Neutre** : Potentiel du titre compris entre -5% et +5% en absolu par rapport au cours actuel.

**Alléger** : Potentiel de baisse du titre compris entre 0% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.

**Vente** : Potentiel de baisse du titre supérieur à 15% en absolu par rapport au cours actuel, valorisation excessive.

**Sous revue** : La recommandation est sous revue en raison d'une opération capitalistique (OPA / OPE / Augmentation de capital...), d'un changement d'analyste ou d'une situation de conflit d'intérêt temporaire entre EuroLand Corporate et l'émetteur.

**Historique de recommandations:**

**Achat**: Du 31/10/2018 au 02/05/2023

**Accumuler**: Depuis le 03/05/2023

**Neutre** : (-)

**Alléger** : (-)

**Vente** : (-)

**Sous revue** : (-)

**Méthodes d'évaluation :**

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

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

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

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

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

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

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

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

**DETECTION DE CONFLITS D'INTERETS POTENTIELS**

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

**« Disclaimer / Avertissement »**

La présente étude a été préparée par EuroLand Corporate indépendamment de Ordissimo (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."