

## Achat

Objectif de cours	14,0 €
Cours au 12/12/2023	10,3 €
Potentiel	36%

## Données valeur

ALOSM.PA / ALOSM.FP		
Euronext Growth		
Capitalisation (M€)	29,5	
Nb de titres (en millions)	2,9	
Volume moyen 12 mois (titres)	1 604	
Extrêmes 12 mois	8,20 €	12,69 €

## Performances boursières

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	12,2%	-2,4%	-4,8%	12,2%
Perf CAC Small	-9,1%	5,2%	-7,7%	-8,5%

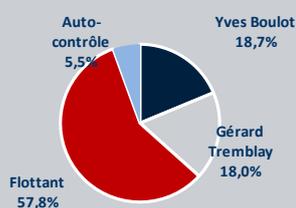
## Données financières (en M€)

au 31/08	2022	2023e	2024e	2025e
CA	11,6	12,7	16,0	18,7
var %	20,7%	9,5%	25,8%	16,9%
EBE	3,8	4,5	5,7	6,7
% CA	32,4%	35,1%	35,5%	36,0%
ROC	1,4	1,6	2,5	3,0
% CA	11,9%	12,6%	15,5%	16,0%
RN	1,0	0,7	1,3	2,0
% CA	8,3%	5,6%	8,3%	10,9%
Bnpa (€)	0,5	0,2	0,5	0,7
ROCE (%)	6,6%	7,0%	9,4%	10,5%
ROE (%)	12,0%	4,5%	7,8%	10,7%
Gearing (%)	126,1%	22,1%	28,5%	23,5%
Dettes nette	10,2	3,5	4,9	4,5
Dividende n (€)	0,0	0,0	0,0	0,0
Yield (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

## Multiples de valorisation

	2022	2023e	2024e	2025e
VE/CA (x)	2,4	2,6	2,1	1,8
VE/EBE (x)	7,3	7,3	6,0	5,0
VE/ROC (x)	19,9	20,5	13,7	11,3
P/E (x)	18,8	41,7	22,4	14,5

## Actionariat



## De bons résultats annuels dans l'ensemble

## Publication des résultats 2022/2023

Après avoir publié un chiffre d'affaires 2022/2023 en croissance à deux chiffres (12,8 M€, +10%), Osmozis communique de bons résultats annuels, en ligne avec nos attentes. L'EBE du groupe ressort en croissance de +17%, à 4,4 M€, pour une marge de 35,1% (+270 bps YoY). Le REX atteint 1,6 M€ (marge de 12,6%, +64 bps YoY). Le RN ressort quant à lui à 0,7M€ (vs 1,0 M€) et est impacté par le remboursement anticipé d'une partie des obligations convertibles émises par la société fin 2019. Pour l'exercice à venir, Osmozis vise une croissance de +25% (en intégrant l'acquisition de Camping Connect au UK) et un EBE de nouveau en progression.

## Une rentabilité, absolue et relative, record

Avec une croissance à deux chiffres, un mix produits porteur (services premiums d'abonnement +23% et services connectés +28%) et une belle maîtrise de ses OPEX (charges de personnel en baisse de -160 bps malgré quatre nouveaux recrutements, par exemple), Osmozis affiche sur 2022/2023 un nouveau record en matière de rentabilité et de marge, que ce soit au niveau de l'EBE (4,4 M€ et 35,1%) ou du REX (1,6 M€ et 12,6%). Nous notons par ailleurs que les DAP, essentiels dans la compréhension du modèle d'Osmozis puisque la société porte tout le CAPEX (parc de bornes/produits), ont retrouvé un niveau relatif proche de 22,5% du CA.

Plus bas dans le compte de résultat, le RN est impacté par une légère hausse de la charge d'intérêt et surtout par l'impact de la PNC attachée au remboursement anticipé d'une partie des OC contractées par le groupe fin 2019. Précisément, 0,2 M€ de charges exceptionnelles ont été reconnues, auxquels s'ajoutent une provision de 0,3 M€ en prévision de la poursuite du remboursement sur 2023/2024. Le RN ressort ainsi en retrait, à 0,7 M€ (vs 1,0 M€ en 2021/2022). Corrigé de ces éléments non récurrents, le RN d'Osmozis aurait atteint 1,2 M€.

## Fort deleverage et bilan assaini

A la clôture de l'exercice, la société affiche un bilan très assaini avec des capitaux propres de 15,7 M€ pour une dette nette de 3,5 M€, soit un gearing de 22% (contre plus de 125% en 2021/2022 et 142% en 2020/2021). L'augmentation de capital de 7M€ réalisée en avril dernier a permis de largement optimiser la structure financière. Comme indiqué, Osmozis a aussi procédé à une première partie du remboursement des OC émises en décembre 2019 (1,2 M€, dont 0,2 M€ de PNC, sur 4 M€). Les 3M€ restants seront remboursés en intégralité lors du prochain exercice.

Deux éléments additionnels sont à noter: 1/ le reste de la dette du groupe est majoritairement long terme et 2/ le FCF généré par le groupe sur l'exercice est un poil décevant puisqu'à nouveau négatif (-0,2M€, avec 4 M€ de CFO et -4,2 M€ de CAPEX nets du fait de l'augmentation du parc de bornes).

## Perspectives et estimations

Après un nouvel exercice de bonne facture, l'optimisme et les ambitions affichées par Osmozis ne faiblissent pas. Le groupe anticipe ainsi une croissance de son CA d'environ 25% sur l'année à venir, pour un EBE lui aussi en hausse.

Cette progression devrait être tirée par deux relais principaux: 1/ la poursuite de la croissance organique avec la montée en puissance du déploiement des services connectés (nous estimons que le taux de pénétration de ces derniers est toujours inférieur à 20%) et conséquemment du CA généré par emplacement, et 2/ l'intégration comptable de Camping Connect, commentée plus longuement [ici](#).

Prochaine publication : CA T1 2023/2024, le mardi 16 janvier 2024



Pierre LAURENT

Analyste

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](#).

Après différents ajustements dans notre modèle, notamment sur le périmètre organique, nous nous alignons avec la guidance du management et attendons désormais 16 M€ de CA 2023/2024e, soit une croissance de +25,8% (dont +10% en organique), pour un EBE de 5,7 M€ (marge 35,5%, +40 bps), un REX de 2,5 M€ et un RN de 1,3 M€. Avec le déploiement d'OsmoX, nous pensons que les CAPEX devraient suffisamment décroître (en relatif) pour qu'Osmozis commence à générer un FCF positif, et ce de manière normative.

#### Recommandation

**Suite à cette publication, nous maintenons notre objectif de cours à 14€, réhaussé au moment de l'annonce de l'acquisition de Camping Connect. Nous confirmons notre recommandation à Achat et pensons que le titre pourrait continuer de surperformer son indice de référence dans les mois à venir (cours en hausse de +12% sur 12 mois et de +155% sur 5 ans).**



**Pierre LAURENT**

Analyste

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.](#)

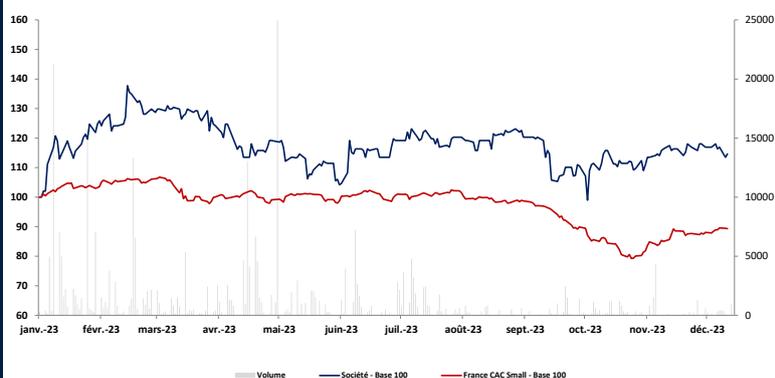
## Présentation de la société

Spécialiste de la transformation numérique des campings et résidences de vacances en Europe, Osmozis propose à ses clients des solutions complètes d'optimisation et de gestion dématérialisée de leurs centres de vacances. En 15 ans, le groupe a construit, acquis un parc installé, et possède près de 30 000 équipements WiFi/LoRaWan sur plus de 2 100 sites en Europe.

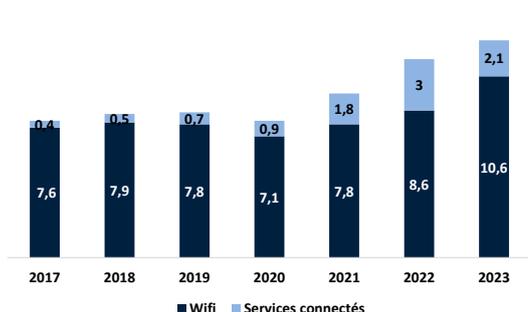
L'offre Osmozis est une solution complète de services connectés pour les espaces de vacances (accès Internet Haut Débit pour les vacanciers et services connectés professionnels pour aider les exploitants) construite sur la base de technologies innovantes dans l'Internet des Objets embarquant des technologies d'architectures brevetées en Europe.

Le groupe a réalisé un chiffre d'affaires consolidé de 11,6 M€ lors de l'exercice clos le 31 août 2022.

## Evolution du cours (base 100)



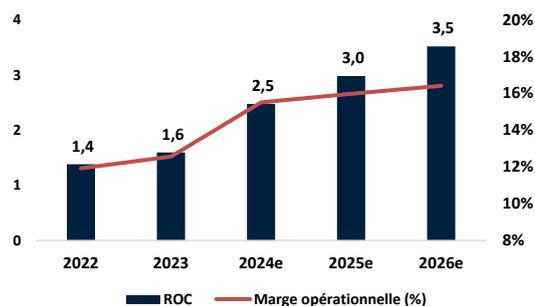
## Evolution du chiffre d'affaires (en M€)



## Argumentaire d'investissement

- **Un modèle complémentaire...** L'offre d'Osmozis s'articule autour de deux principales activités : la première, c'est la vente de bornes wifi aux exploitants de sites de plein air. Fort d'une technologie brevetée et d'une vraie capacité d'innovation, Osmozis maîtrise l'ensemble de la chaîne de valeur de son produit, de sa conception à son installation. La seconde s'élabore autour du développement d'une large gamme de services connectés, fortement margés, essentiels au bon fonctionnement des résidences et offrant une proposition de valeur pertinente.
- **... Et pérenne.** Auparavant corrélé à la fréquentation des établissements, Osmozis a su faire évoluer son chiffre d'affaires vers un mix offrant une protection contre les aléas externes pouvant perturber l'activité, ainsi qu'une plus grande récurrence à travers le développement d'un Wifi premium, dont les revenus sont directement facturés aux exploitants. La société dispose ainsi d'une visibilité accrue sur son niveau d'activité, d'autant plus qu'avec un taux de churn inférieur à 2%, elle a démontré sa capacité à garder ses clients sur le long terme.
- **Des fondamentaux qui se solidifient.** Les fondamentaux d'Osmozis sont sains et devraient continuer à se renforcer dans le futur, notamment à travers le fort levier opérationnel inhérent au modèle, la croissance en valeur et en volume du CA et l'évolution du mix. On estime que la marge opérationnelle du groupe va doubler en trois ans, la rentabilité des capitaux investis et la génération de FCF sensiblement s'améliorer et enfin que le désendettement devrait se poursuivre.

## Evolution du ROC (en M€)



Compte de résultat (M€)	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Chiffre d'affaires	8,0	9,6	11,6	12,7	16,0	18,7	21,5
Excédent brut d'exploitation	0,4	3,1	3,8	4,5	5,7	6,7	7,8
<b>Résultat opérationnel courant</b>	<b>-1,5</b>	<b>1,0</b>	<b>1,4</b>	<b>1,6</b>	<b>2,5</b>	<b>3,0</b>	<b>3,5</b>
Résultat opérationnel	-1,5	1,0	1,4	1,6	2,5	3,0	3,5
Résultat financier	-0,9	-0,2	-0,2	-0,8	-0,8	-0,4	-0,4
Impôts	-0,6	-0,2	0,2	0,1	0,3	0,5	0,6
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Résultat net part du groupe</b>	<b>-2,0</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>0,7</b>	<b>1,3</b>	<b>2,0</b>	<b>2,5</b>
Bilan (M€)	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Actifs non courants	12,6	14,7	16,2	17,6	20,2	21,5	23,0
dont goodwill	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
BFR	1,2	2,6	1,9	1,9	2,0	2,3	2,6
<b>Disponibilités + VMP</b>	<b>5,1</b>	<b>4,5</b>	<b>4,8</b>	<b>10,6</b>	<b>6,3</b>	<b>6,6</b>	<b>7,2</b>
Capitaux propres	6,1	7,0	8,1	15,7	17,0	19,0	21,5
Emprunts et dettes financières	12,8	14,9	15,0	14,1	11,1	11,1	11,1
<b>Total Bilan</b>	<b>22,8</b>	<b>25,5</b>	<b>26,6</b>	<b>34,0</b>	<b>33,4</b>	<b>36,2</b>	<b>39,5</b>
Tableau de flux (M€)	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Marge Brute d'autofinancement	-0,6	2,9	3,5	3,8	4,5	5,8	6,8
Variation de BFR	2,1	-1,3	0,6	0,2	-0,1	-0,3	-0,3
<b>Flux net de trésorerie généré par l'activité</b>	<b>1,5</b>	<b>1,7</b>	<b>4,1</b>	<b>4,0</b>	<b>4,4</b>	<b>5,4</b>	<b>6,4</b>
Investissements opérationnels nets	-2,2	-4,3	-4,0	-4,2	-4,3	-5,0	-5,8
<b>FCF</b>	<b>-0,7</b>	<b>-2,7</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,1</b>	<b>0,4</b>	<b>0,6</b>
Investissements financiers nets	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,5	0,0	0,0
<b>Flux nets de trésorerie liés aux investissements</b>	<b>-2,2</b>	<b>-4,3</b>	<b>-4,0</b>	<b>-4,2</b>	<b>-5,8</b>	<b>-5,0</b>	<b>-5,8</b>
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	6,9	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	3,0	2,1	0,2	-0,9	-3,0	0,0	0,0
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Flux nets de trésorerie liés au financement</b>	<b>3,0</b>	<b>2,1</b>	<b>0,2</b>	<b>6,0</b>	<b>-3,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Variation de l'endettement financier net	2,3	-0,6	0,3	5,8	-4,4	0,4	0,6
Ratios (%)	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
<b>Variation chiffre d'affaires</b>	<b>-6,7%</b>	<b>20,0%</b>	<b>20,7%</b>	<b>9,5%</b>	<b>25,8%</b>	<b>16,9%</b>	<b>15,0%</b>
Marge EBE	5,0%	32,8%	32,4%	35,1%	35,5%	36,0%	36,4%
<b>Marge opérationnelle courante</b>	<b>-18,3%</b>	<b>10,0%</b>	<b>11,9%</b>	<b>12,6%</b>	<b>15,5%</b>	<b>16,0%</b>	<b>16,4%</b>
Marge opérationnelle	-18,3%	10,0%	11,9%	12,6%	15,5%	16,0%	16,4%
Marge nette	-24,6%	10,0%	8,3%	5,6%	8,3%	10,9%	11,5%
CAPEX (% CA)	27,5%	45,2%	34,8%	33,1%	27,0%	27,0%	27,0%
BFR (% CA)	15,0%	27,4%	16,3%	14,7%	12,3%	12,3%	12,3%
<b>ROCE</b>	<b>-7,1%</b>	<b>3,7%</b>	<b>5,7%</b>	<b>6,2%</b>	<b>8,4%</b>	<b>9,4%</b>	<b>10,3%</b>
ROCE hors GW	-8,6%	4,3%	6,6%	7,0%	9,4%	10,5%	11,4%
ROE	-32,5%	13,7%	12,0%	4,5%	7,8%	10,7%	11,5%
Payout	0,0%	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%	0,0%
Ratios d'endettement	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
<b>Gearing (%)</b>	<b>127,0%</b>	<b>147,6%</b>	<b>126,1%</b>	<b>22,1%</b>	<b>28,5%</b>	<b>23,5%</b>	<b>18,0%</b>
Dettes nette/EBE	19,2	3,3	2,7	0,8	0,9	0,7	0,5
EBE/charges financières	1,5	29,7	ns	6,2	6,9	15,1	17,6
Valorisation	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Nombre d'actions (en millions)	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9
Nombre d'actions moyen (en millions)	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9
Cours (moyenne annuelle en euros)	7,7	6,3	7,5	10,0	10,3	10,3	10,3
(1) Capitalisation boursière moyenne	22,1	18,1	21,6	28,5	29,5	29,5	29,5
(2) Dette nette (+) / trésorerie nette (-)	7,7	10,3	10,2	3,5	4,9	4,5	3,9
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(4) Valeur des actifs financiers	1,1	1,1	0,8	0,4	0,4	0,4	0,4
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	28,7	27,3	31,0	31,6	34,0	33,6	33,0
<b>VE / CA</b>	<b>2,9</b>	<b>2,4</b>	<b>2,4</b>	<b>2,6</b>	<b>2,1</b>	<b>1,8</b>	<b>1,5</b>
VE / EBE	57,7	7,2	7,3	7,3	6,0	5,0	4,2
<b>VE / ROC</b>	<b>ns</b>	<b>23,7</b>	<b>19,9</b>	<b>20,5</b>	<b>13,7</b>	<b>11,3</b>	<b>9,4</b>
P/E	ns	14,0	18,8	41,7	22,4	14,5	12,0
P/B	2,7	1,9	2,3	1,9	1,7	1,6	1,4
P/CF	14,5	10,8	5,3	7,1	6,7	5,5	4,6
FCF yield (%)	-2,3%	-9,8%	0,1%	-0,5%	0,3%	1,1%	1,9%
Données par action (€)	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
<b>Bnpa</b>	<b>-0,9</b>	<b>0,4</b>	<b>0,5</b>	<b>0,2</b>	<b>0,5</b>	<b>0,7</b>	<b>0,9</b>
Book value/action	2,1	2,4	2,8	5,5	5,9	6,6	7,5
Dividende /action	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

**Système de recommandations :**

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

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

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

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

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

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

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

**Historique de recommandations:**

**Achat**: Depuis le 20/01/2021

**Accumuler**: (-)

**Neutre**: (-)

**Alléger**: (-)

**Vente**: (-)

**Sous revue**: (-)

**Méthodes d'évaluation :**

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

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

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

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

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

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

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

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

**DETECTION DE CONFLITS D'INTERETS POTENTIELS**

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

**« Disclaimer / Avertissement »**

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